هامش معدل الفائدة في البنوك التجارية وأثرها على الاستثمار في الأردن

إعداد

عبداللطيف نزار عبداللطيف صالح

المشرف

الأستاذ الدكتور طالب عوض

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في اقتصاد الأعمال

كلية الدراسات العليا

الجامعة الأردنية

اب/2015

نوقشت هذه الرسالة بعنوان (هامش معدل الفائدة في البنوك التجارية وأثره على الاستثمار في الأردن) وأجيزت بتاريخ ٢٠١٥/٠٨/٠٩

إعضاء اللجنة المناقشة	**التوقيع**
الدكتور طالب عوض وراد، مشرفاً أستاذ، اقتصاد دولي وقياسي	....
الدكتور غازي ابراهيم العساف، عضواً أستاذ مساعد، الاقتصاد المالي القياسي	....
الدكتورة نهى اسماعيل سقف الحيط، عضواً أستاذ مشارك، اقتصاد دولي وصناعي	....
الدكتورة ربا نمر ابوشهاب، عضواً أستاذ مشارك، الاقتصاد جامعة البلقاء التطبيقية	....

نموذج ترخيص

أنا الطالب : عبد اللطيف نزار عبد اللطيف ماع أمنح الجامعة الأردنية و/أو من تفوضه ترخيصاً غير حصري دون مقابل بنشر و/أو استعمال و/أو استغلال و/أو ترجمة و/أو تصوير و/أو إعادة إنتاج بأي طريقة كانت سواء ورقية و/أو إلكترونية أو غير ذلك رسالة الماجستير / الدكتوراه المقدمة من قبلي وعنوانها.

هامش معدل الفائدة في البنوك التجارية وأثرها على الاستثمار في الأردن

وذلك لغايات البحث العلمي و/أو التبادل مع المؤسسات التعليمية والجامعات و/أو لأي غاية أخرى تراها الجامعة الأردنية مناسبة، وأمنح الجامعة الحق بالترخيص للغير بجميع أو بعض ما رخصته لها.

اسم الطالب: عبد اللطيف نزار عبد اللطيف ماع

التوقيع:

التاريخ: 2015/1/9

هامش معدل الفائدة في البنوك التجارية وأثرها على الاستثمار في الأردن

إعداد

عبداللطيف نزار عبداللطيف صالح

المشرف

الأستاذ الدكتور طالب عوض

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في اقتصاد الأعمال

كلية الدراسات العليا

الجامعة الأردنية

اب/2015

نوقشت هذه الرسالة بعنوان (هامش معدل الفائدة في البنوك التجارية وأثره على الاستثمار في الأردن) وأجيزت بتاريخ ٢٠١٥/٠٨/٠٩

إعضاء اللجنة المناقشة	**التوقيع**
الدكتور طالب عوض وراد، مشرفاً أستاذ، اقتصاد دولي وقياسي	....
الدكتور غازي ابراهيم العساف، عضواً أستاذ مساعد، الاقتصاد المالي القياسي	....
الدكتورة نهيى اسماعيل سقف الحيط، عضواً أستاذ مشارك، اقتصاد دولي وصناعي	....
الدكتورة ربا نمر ابوشهاب، عضواً أستاذ مشارك، الاقتصاد جامعة البلقاء التطبيقية	....

نموذج ترخيص

أنا الطالب: عبداللطيف نزار عبداللطيف ماضي أمنح الجامعة الأردنية و/أو من تفوضه ترخيصاً غير حصري دون مقابل بنشر و/أو استعمال و/أو استغلال و/أو ترجمة و/أو تصوير و/أو إعادة إنتاج بأي طريقة كانت سواء ورقية و/أو إلكترونية أو غير ذلك رسالة الماجستير/الدكتوراه المقدمة من قبلي وعنوانها.

هامش معدل الفائدة في البنوك التجارية وأثرها على الاستثمار في الأردن

وذلك لغايات البحث العلمي و/أو التبادل مع المؤسسات التعليمية والجامعات و/أو لأي غاية أخرى تراها الجامعة الأردنية مناسبة، وأمنح الجامعة الحق بالترخيص للغير بجميع أو بعض ما رخصته لها.

اسم الطالب: عبداللطيف نزار عبداللطيف ماضي

التوقيع:

التاريخ: 9/1/2015

فَلَصلُ الأوَ ّ ل

الإطار العام للدراسة

(١-١) مقدمة الدراسة:

تأسس البنك المركزي عام ١٩٦٤م، وجميع البنوك في الأردن تقع تحت مظلته سواءً الأجنبية أو المحلية، والتي يبلغ عددها ستة وعشرين بنكاً (مجلة جمعية البنوك في الأردن، ٢٠١٢)، ويعتبر الأردن من الدول النامية التي ينتشر فيها التمويل الذاتي والأسواق المالية غير المتطورة مقارنة بالدول المتقدمة أو العالم الخارجي والضغوط التضخمية المستمرة وسوء نظام تخصيص الائتمانات واحتكار القلة لدى البنوك القوية الموجودة في المنطقة (Galbis، 1977)، واستمر هذا حتى عام ١٩٩٩، حيث أدخلت سياسات اقتصادية متحررة مما أدى إلى ازدهار دام إلى عقد من الزمن حتى عام ٢٠٠٩.

تكمن الوظيفة الرئيسية في البنوك التجارية في جمع الأموال وإعادة توزيعها وذلك من خلال الإيداعات النقدية والإقراض من تلك الأموال أو من خلال الأموال الفائضة في البنك (Wong، 1997)، ويكون استثمار البنك من خلال إقراض الأفراد والشركات للأموال الفائضة لديه أو الودائع الموجودة في البنك، ويكون الفرق بين سعر الفائدة على القروض وسعر الفائدة على الودائع هو العائد للبنوك وبالإضافة إلى هذا العائد أو الربح هنالكأيضاً عمولات على تنفيذ هذه القروض والودائع والتي تعتبر مؤشراً على كفاءة البنك (Huizinga، ١٩٩٩).

وتعكس سعر التكلفة للخدمات البنكية وكذلك الربحية، يقيس هامش الفائدة (الفرق بين سعر الفائدة على الإقراض وسعر الفائدة الودائع) في الأردن عالي جداً ما بين عام ٢٠٠٧ وحتى عام٢٠١١ وبعد ذلك انخفض في نهاية ٢٠١٢ ليكون ٤,٧٦% (مجلة جمعية البنوك، ٢٠١٢).

وسيتم في هذه الدراسة قياس أثر هامش سعر الفائدة على الاستثمار لما له من دور كبير في النمو الاقتصادي للدولة، لذا تم الاهتمام في الاستثمار

ودراسة العوامل التي تؤثر في الاستثمار ومنها هامش سعر الفائدة والناتج المحلي الإجمالي والادخار.

(١-٢) مشكلة الدراسة وأسئلتها:

تهدف جميع القرارت الاقتصادية الى زيادة حجم الاستثمارات في الاردن والذي ينجم عنه زيادة في معدلات النمو الاقتصادي والذي يعمل على زيادة فرص العمل، مع العلم أن النمو الاقتصادي بحاجة إلى تمويل، لذلك يجب على الدولة أن تهتم في الاستثمار ومحدداته والعوامل التي تساعد على زيادته.

وتكمن المشكلة في الفجوة بين سعر الفائدة الدائنة والمدينة على الاستثمار، ومن الأدوات المستخدمة في السياسة النقدية والتي بدورها تهدف إلى تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي وكذلك الاستقرار في الأسعار والمساهمة في تحقيق توازن في ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة وتحقيق هدف التوظيف الكامل ومكافحة التقلبات الدورية في الاقتصاد للدولة هي أداة سعر الخصم والتي هي عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي لتقديم القروض وخصم الأوراق التجارية للبنوك التجارية التي تقوم على إعطاء القروض بصورة مستقلة، لذا في حالة عدم توفر السيولة اللازمة لها تضطر للجوء إلى البنك المركزي لإعادة خصم ما لديها من أوراق تجارية وكمبيالات، بمعنى أن يحل محلها البنك المركزي في الدائنية مقابل ما يقدمه من السيولة اللازمة لتأدية نشاطها التجاري، حيث في حالة التضخم يرفع البنك المركزي معدل إعادة الخصم ليحد من قدرة البنوك على التوسع في الائتمان بغية مجابهة الأوضاع التضخمية، ومن ثم يلجأ البنك المركزي إلى سياسة الحد من الائتمان لدى البنوك التجارية فترتفع تكلفة الائتمان المتمثلة في معدل الفائدة وترتفع تكلفة التمويل مما يدفع المستثمرين بالامتناع عن الاقتراض، فيتقلص حجم الكتلة النقدية وينكمش.أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة توسعية، فإنه يقوم بخفض معدل إعادة الخصم حتى يتسنى للبنوك خصم ما لديها من أوراق تجارية أو الاقتراض منه للتوسع في عملية منح الائتمان وبالتالي سيقبل المستثمرون على البنوك التجارية للحصول على المزيد من الائتمان بتكلفة منخفضة، مما يؤدي إلى زيادة حجم الكتلة النقدية المتداولة في المجتمع.

حيث أن وجود كفاءة نسبية في إجراءات السياسة النقدية (جانب أسعار الفائدة) وذلك بالتأثير على المتغيرات النقدية التي تتكون من : أسعار الفائدة في السوق المصرفي والذي يتم قياسه من خلال: سعر الفائدة على القروض والسلف وسعر الفائدة على الودائع لأجل وإجمالي الودائع والتسهيلات والتي بدورها تؤثر على المتغيرات الكلية والتي تتكون من: معدل التضخم، ومستوى الإنتاج المعبر عنه بالرقم القياسي لكميات الإنتاج الصناعي.

تكمن مشكلة الدراسة في البحث عن حلول للمشاكل التي تتمحور حول هامش معدل الفائدة، ويتفرع من هذا التساؤل الأسئلة الآتية:

أ- هل هناك علاقة سببية و/أو ارتباطية بين هامش سعر الفائدة والاستثمار في الأردن؟

ب- هل هناك علاقة سببية و/أو ارتباطية بين الادخار والاستثمار في الأردن؟

ج- هل هناك علاقة سببية و/أو ارتباطية بين الناتج المحلي الإجمالي والاستثمار في الأردن؟

(١-٣) أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة في النقاط الآتية:

أ. تسهم هذه الدراسة في إيجاد مجموعة من الحلول المقترحة للتقليل من حجم الفجوة في هامش معدل الفائدة ووضع هذه الحلول أمام متخذي القرار في البنك المركزي أو الجهات المختصة المعنية بهذا الشأن، حيث أن تحليل أثر الفجوة في سعر الفائدة على الاستثمار سوف يحد من ما تواجهه الأردن من مشاكل في الركود الاقتصادي وقلة الاستثمار وزيادة معدلات البطالة بشكل متنامي لذا يجب إيجاد حل لهذه المشكلة.

ب. تناولت هذه الدراسة موضوعاً بالغ الأهمية وهو سبب وجود الفجوة الكبيرة في هامش معدل الفائدة والحاصل بسبب ارتفاع نسب التعثر في القروض وانخفاض العائد الاستثماري على الدينار.

ت. تقوم هذه الدراسة على نموذج قياسي وأرقام حقيقية تبين من خلالها الحلول على الواقع العملي لمتخذي القراروأيضاً قد أخذت هذه الدراسة سلاسل زمنية

طويلة (عدد مشاهدات كافية) في الاقتصاد الأردني وسوف تستخدم أدوات حديثة في تحليل البيانات.

ج. عندما نذكر هامش سعر الفائدة في الأبحاث والدراسات نجد أن هذه الدراسة تعتبر مكملة للدراسات السابقة خاصة وأن الدراسات السابقة، حسب ما استقصته هذه الدراسة، لم تتناول أثر هامش سعر الفائدة (الفرق بين سعر الفائدة الدائنة والمدينة) على الاستثمار وإنما تناولت سعر الفائدة.

ح. حداثة البيانات للتكوين الرأسمالي في الأردن التي أجريت عليها الدراسة كون الفترة الزمنية هي (١٩٨٠-٢٠١٣)، بالإضافة إلى أنها كانت فترة إصلاح اقتصادي في الأردن.

(١-٤) أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تقدير العلاقة السببية و/أو الارتباطية بين هامش سعر الفائدة في البنوك التجارية الأردنية والاستثمار، وذلك من خلال تحليل بيانات سنوية للفترة (١٩٨٠-٢٠١٣) والتي يمكن من خلالها تطبيق النموذج القياسي على الاقتصاد الأردني، كذلك تهدف هذه الدراسة إلى بيان واقع هامش سعر الفائدة في الاقتصاد الأردني خلال الفترة التي أجريت عليها الدراسة وبيان سبب كبر حجم هذه الفجوة ومحدداتها.

بالإضافة إلى ما سبق تهدف أيضاً هذه الدراسة إلى إيجاد أثر الناتج المحلي الإجمالي على الاستثمار وإيجاد أثر الادخار على الاستثمار، حيث يمكننا التوصل من خلال النموذج القياسي المستخدم في الدراسة إلى الخروج بنتيجة محددة إزاء قضية الفجوة الكبيرة في هامش سعر الفائدة مقارنة بالدول الأخرى والاستثمار، بالإضافة إلى مساعدة متخذي القرار في معرفة القرارات المناسبة المتعلقة بهذا الموضوع.

(١-٥) فرضيات الدراسة:

تعتمد هذه الدراسة على بعض الفرضيات المنبثقة من طبيعة العلاقة بين هامش سعر الفائدة في البنوك التجارية الأردنية والاستثمار من الجهة الأخرى، حيث ينطوي تحت هذه العلاقة الفرضيات العدمية الآتية:

أ- لا توجد علاقة سببية و/أو ارتباطية ذات معنوية إحصائية بين هامش سعر الفائدة والاستثمار على المدى الطويل.

ب- لا توجد علاقة سببية و/أو ارتباطية ذات معنوية إحصائية بين الادخار في الأردن والاستثمار على المدى الطويل.

ت- لا توجد علاقة سببية و/أو ارتباطية ذات معنوية إحصائية بين الناتج المحلي الإجمالي في الأردن والاستثمار على المدى الطويل.

(١-٦) التعريفات لمتغيرات البحث:

أ- **المتغيرالتابع:**

سيتم تمثيل المتغير التابع بالاستثمار في الأردن، ويمكن تعريف الاستثمار على انه عبارة عن التضحية في الأموال الحالية في سبيل الأموال المستقبلية (نهال فريد مصطفى مبادئ الاستثمار، ٢٠٠٦).كما يمكن تعريفه بأنه: عملية يقوم بها المستثمر بتحويل الأموال إلى أصول مادية إنتاجية تساهم في زيادة التكوين الرأسمالي للبلد(حسني علي خربوش، ٢٠١١)، وعليه يمكن تعريف الاستثمار بشكل عام على انه " مجموعة من التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد" (صيام، ١٩٩٧).

ب- **المتغيرات المستقلة:**

تحتوي هذه الدراسة على المتغيرات المستقلة الآتية:

١- الادخار : وهو تنازل المستهلك عن جزء من دخله وايداعه لدى المؤسسات المالية للاستفادة من الفائدة التي تمنحها البنوك والتي من خلالها يتم المشاركة في الدورة الاقتصادية وهذا من خلاله يؤدي الى زيادة الاستثمار وتحسين الانتاج والانتاجية.(رزان محي الدين، محددات اقتصاديات الاستثمار والتمويل، دمشق ٢٠٠٥)

٢- اجمالي الناتج المحلي: وهو عبارة عن القيمة السوقية ككل للسلع والخدمات النهائية المعترف بها بشكل محلي والتي يتم انتاجها في دولة ما خلال فترة زمنية محددة.

٣- هامش سعر الفائدة: وهو الفرق بين سعر الفائدة الدائنة والمدين أي سعر الفائدة على الاقراض لغايات تجارية فقط وسعر الفائدة على الودائع وهو يعكس كفاءة المصارف، حيث يمثل الايرادات للمصارف وأيضاً لها اثر كبير على تحديد اسعار الفوائد على القروض والايداعات، فكلما زاد سعر الفائدة على القروض وقل على الودائع سوف يبحث الاشخاص او العملاء عن مصادر اخرى للحصول على النقود ذات تكلفة اقل مما يؤدي الى التأثير سلباً على الاقتصاد، ويمكن توضيح هامش معدل الفائدة بالمعادلات على النحو التالي:

- لنفترض أن هنالك عملية إيداع واحدة وبالمقابل هنالك قرض واحد أو عملية سحب واحدة.

$$RL = {}^{*}r + \partial$$

$$RD = r - \alpha$$

$$(\alpha + \partial) + (RL - RD)$$

حيث أن :

RL : هي سعر الفائدة على القروض التجارية والذي يحصل عليه البنك.

RD : هي سعر الفائدة على الودائع والذي يحصل عليه العميل.

r* : هو سعر الفائدة على القروض (سعر الفائدة على الودائع يختلف عن سعر الفائدة على القروض).

r : سعر الفائدة على الودائع.

∂ : تمثل العمولة التي يتقاضاها البنك على القرض. (مقابل تنفيذ القرض).

α : تمثل العمولة التي يحصل عليها البنك مقابل الودائع.

- وتمثل المعادلات السابقة RL – RD فجوة سعر الفائدة (الهامش)، (والتي هي مرتفعة جداً في البنوك التجارية في الاردن)، والتي تساوي عوائد البنوك بالإضافة إلى العمولات والتي تتمثل في $\alpha + \partial$ وهي تعكس كفاءة المصرف.

(١-٧) منهجية الدراسة:

تقوم منهجية هذه الدراسة على التحليل الوصفي والتحليل الإحصائي القياسي، إذ تستخدم هذه الدراسة الإحصاءات التوضيحية بالإضافة إلى نموذج قياسي يتضمن أثر كل من الادخار وهامش سعر الفائدة والناتج المحلي الإجمالي على الاستثمار، وسوف يتم جمع بيانات سنوية من نشرات للبنك المركزي الأردني ودائرة الإحصاءات العامة للفترة (١٩٨٥-٢٠١٠) لتطبيق هذا النموذج القياسي على الاقتصاد الأردني، مع التنويه بأن جميع البيانات بالأسعار الثابتة لسنة الأساس ٢٠٠٦؛ وذلك لتفادي الزيادات الوهمية الناجمة عن ارتفاع معدلات التضخم، وقد احتوى النموذج القياسي على الادخار والناتج المحلي الإجمالي وهامش سعر الفائدة كمتغيرات مستقلة؛ وذلك بهدف قياس أثرها على الاستثمار في الأردن(المتغير التابع)، وسيتم صياغة النموذج القياسي النظري لهذه الدراسة في المعادلة الآتية:

$$Ln\ I = \beta_0 + \beta_1 LnRGDP + \beta_2 Ln\ S + LN\ IRM + e \ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث:

I: تمثل الاستثمار في الأردن

β_0: الثابت في المعادلة (المقطع (Intercept))

β_i: معلمات النموذج المجهولة، حيث إن (i=1,2)

e: حد الخطأ.

RGDP: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة.

S: الادخار المحلي.

IRM: هامش معدل الفائدة.

- وقد تم اخذ اللوغاريتم الطبيعي للمعادلة كون العلاقة غير خطية ولسهولة احتساب المرونة.

(١-٨) فترة الدراسة ومصادر البيانات:

ستتناول هذه الدراسة الاقتصاد الأردني، وستحلل بيانات سنوية ضمن الفترة الممتدة من (1980-2013)، وسيتم استقاء بيانات هذه الدراسة بشكل

رئيسي من نشرات البنك المركزي الأردني ودائرة الأحصاءات العامة ومجلة جمعية البنوك، حيث ستجمع هذه الدراسة بيانات عن المتغير التابع وهو الاستثمار في الاردن، وبيانات المتغيرات المستقلة وهي: الادخار والناتج المحلي الاجمالي وهامش معدل الفائدة.

(١-٩)المعالجة الاحصائية والاختبارات القياسية:

لغرض اختبار الفرضيات والإجابة عن التساؤلات التي تطرحها هذه الدراسة، ولتحليل البيانات التي سوف تجمعها الدراسة، سيتم استخدام البرنامج الإحصائي E-Views، وسوف تقوم الدراسة بإجراء الاختبارات القياسية الضرورية من أجل هذا الغرض، وستستخدم تحديداً في منهجيتها الاختبارات الآتية:

- اختبار جذر الوحدة.
- اختبار جوهانسن للتكامل المشترك.
- اختبار (VAR).
- اختبارات ردة الفعل (IRF).
- اختبارات السببية.

وسيتم التقدير على عدة مستويات كما يلي:

- العلاقة بين الاستثمار وهامش سعر الفائدة.
- العلاقة بين الاستثمار والادخار.
- العلاقة بين الاستثمار والناتج المحلي الاجمالي.

الفصل الثاني

الاطار النظري والدراسات السابقة

(٢-١) الإطار النظري:

وتقع هذه الدراسة في أربعة فصول، يتناول الأول منها الإطار العام للدراسة من حيث أهمية الدراسة ومشكلتها وأهدافها وفرضياتها والمنهجيّة المتبعة في البحث والدراسات السابقة. أما الإطار النّظري للدّراسة، فقد تم تناوله في الفصل الثاني من هذه الدراسة، أما الفصل الثالث فسوف يتحدث عن واقع الاستثمار في الأردن من حيث تطور حجم الاستثمار في الأردن، وكذلك الأسباب المؤدية إلى وجود فجوة كبيرة بين سعر الفائدة الدائنة والمدينة وتغيرها في الأردن مقارنة في الإمارات العربية المتحدة. وفي الفصل الرابع سيتم تقدير نموذج الدراسة باستخدام نموذج قياسي مناسب، وسيتم عرض النتائج التي خلصت إليها الدراسة في ضوء التحليل القياسي والتوصيات المقترحة بناءً عليها في الفصل الخامس من هذه الدراسة .

لقد أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتلُّمكانةهَامَّةً وأساسيةً في أولويات الدراسات الاقتصادية، حيث أولى بعض الاقتصاديين أهمية كبيرة الاستثمار واعتبروه محركا أساسيا يمكن من اعطاء قتصاديات الدّول النّامية نوعا من الفعاليّة والقدرةمكّنها من رفع معدل نموّها الاقتصادي ودفع عجلة التّقدم وتقليص الهوّة بينها وبين الدول المتقدمة.

علماً بأن **المتغير التابع وهو الاستثمار في الأردن وسيتم تمثيله في التكوين الرأسمالي**، أما **المتغيرات المستقلة؛** فسنقدم في ما يأتي التحليل النظري والتفسير الاقتصادي لها:

١-الناتج المحلي الإجمالي: وهو عبارة عن مجموع قيم المنتجات النهائية في سنة معينة أي مجموع سعر كل سلعة في عددها، حيث أن مجموع وحدات السلعة في أسعارها في الأسواق في تلك السنة يعطينا الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، حيث ستتم الدراسة من خلال الناتج الإجمالي الحقيقي وهو عند مستوى محدد من الأسعار.

العديد من الدراسات تناولت اثر الناتج المحلي الإجمالي على الاستثمار ومنها دراسة (العزام، ١٩٩٤) ودراسة (أغا، ٢٠٠٢) حيث وجد أن الاستثمار يرتبط بعلاقة طردية مع الناتج الحلي الإجمالي والادخار، وغيرها العديد من الدراسات الأجنبية والعربية .

٢- هامش سعر الفائدة : وهو عبارة عن الفرق بين معدل الفائدة على الودائع ومعدل الفائدة على القروض.

٣- الادخار : وهو تنازل المستهلك عن جزء من دخله وإيداعاته لدى المؤسسات المالية للاستفادة من الفائدة التي تمنحها والمشاركة في الدورة الاقتصادية من خلال قيام تلك المؤسسات والمصارف باستثمار هذه الودائع بإقراضها إلى آخرين ضمن شروط محددة تضمن حقوق أصحاب الأموال.

(٢-٢) مفهوم الاستثمار:

هناك العديد من المفاهيم لكلمة الاستثمار، من وجهة نظر اقتصادية تعرف على أنها مجموعة من التوظيفات التي تعمل على زيادة الدخل وزيادة فعلية على رأس المال الأصلي وذلك يكون من خلال شراء أو امتلاك بعض الأصول التي تحقق العوائد، ومن وجهة نظر المستثمر هو ما يضحي به الفرد من المنفعة الحالية للحصول عليها بشكل اكبر مستقبلاً ويكون ذلك من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية بحيث يأخذ بعين الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة حيث يقبل بمبدأ التضحية في الوقت الحالي ليحصل على العائد مستقبلاً وبشكل اكبر ولكن بالمقابل يوجد مخاطرة في هذا، لذا يجب أن يحقق عائداً مقابل هذه المخاطرة (صيام، ١٩٩٧).

(٢-٣) التمييز بين المفهوم المالي والمفهوم الاقتصادي للاستثمار :

الاستثمار هو استخدام المدخرات في إنشاء طاقة إنتاجية جديدة للقيام بعمليات إنتاج السلع والخدمات وكذلك تجديد الطاقات الإنتاجية القائمة لتعمل بشكل أفضل (حسين عمر، ٢٠٠٠)، وعرفه البعض الأخر على انه مجموعة من التدفقات المالية خلال فترة زمنية محددة أو تيار من الإنفاق على السلع الجديدة أو المواد الأولية (داود، ٢٠١٠).

الاستثمار المالي هو عبارة عن شراء المشروعات القائمة او المبنية حيث كما نرى من خلال المفاهيم السابقة أن الاستثمار يؤثر بشكل كبير على الإنتاج إما بزيادة الطاقة الإنتاجية والتي تكون من خلال زيادة البضائع الرأسمالية وهو ما يطلق عليه اسم الاستثمار الصافي أو يعمل على المحافظة على الطاقة الإنتاجية القائمة وذلك كما نعلم أن أي سلعة رأسمالية أو إنتاجية هي بحاجة إلى صيانة وتطوير على المدى البعيد وهو ما يطلق عليه اسم الاستثمار الاحلالي وبالتالي فإن الاستثمار ليس هدفه فقط إقامة مشروعات جديدة وإنما أيضاً يشارك بشكل كبير في النمو الاقتصادي للدولة، حيث انه عندما يقوم الاقتصاديون بقياس النمو الاقتصادي لدولة ما يقومون بتحديد أو تقييم نجاح أو فشل جلب الاستثمارات للدولة من خلال معدل الاستثمار.

(٢-٤) الأهمية الاقتصادية للاستثمار:

يعتبر الاستثمار من أهم المتغيرات التي تؤدي دوراً هاماً في تطور النظام الاقتصادي وسيره وذلك لارتباطه الوثيق بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج المحلي الإجمالي والادخار و مستوى التوظيف أو العمالة مما يجعل له اثراً كبيراً جداً على التقدم والنمو الاقتصادي والعديد من الجوانب الاقتصادية (حسين عمر، ٢٠٠٠) وأثره على الابتكار حيث الاستثمار في مشاريع جديدة والتحفيز على استغلال جميع الطاقات الإنتاجية يؤدي إلى الابتكار أي إنتاج سلع جديدة غير موجودة من قبل وأيضاً من الممكن الكشف عن مصادر جديدة أو بديلة للمواد الأولية بحيث تجعل الإنتاج أكفأ مما كان عليه وكذلك العمل على تحسين أو تطوير التكنولوجيا الموجودة، وبالتالي من خلال ما سبق يتبين لنا أن الاستثمار يكون نتيجة لزيادة الدخل (نظرية مبدأ المعجل) حيث أن زيادة الدخل تؤدي إلى زيادة الادخار والذي بدوره يعمل على زيادة الاستثمار للوصول إلى هذا المستوى من الدخل أيضاً (نظرية مضاعف الاستثمار)، حيث عند تفاعل النظريتين السابقتين يؤدي ذلك إلى حركة تراكمية نحو الانكماش أو حركة تراكمية صاعدة نحو الانتعاش أي لو افترضنا انه زادت نسبة المبيعات على السلع الاستهلاكية فهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الاستثمار حسب مبدأ المعجل وبالتالي هذه الزيادة في الاستثمار تؤدي بدورها إلى زيادة بالدخل حسب مبدأ مضاعف الاستثمار وان هذه الزيادة في الدخل سوف تؤدي إلى زيادة الاستثمار

بفعل المعجل وهكذا تكون دورة تراكمية بين النظريتين ليكون حركة تراكمية للأعلى، حيث أن العديد من الدراسات تؤكد أن رأس المال التراكمي هو الذي يقوم بتيسير جميع الجوانب الاقتصادية الأخرى وكذلك النمو الاقتصادي والذي من الممكن زيادته من خلال الاستثمار والذي من الممكن زيادته من خلال الادخار.

كما أن هناك العديد من الاقتصاديين مثل (Van Den Berg، ٢٠٠١) يؤكد على أن جميع النظريات المتعلقة بالنمو والتطور الاقتصادي تؤكد على أهمية الاستثمار في النمو الاقتصادي كما أن (Vein Bowden، ١٩٩٨) أكد على أهمية وجود الادخار لحصول النمو الاقتصادي وبالرغم من ذلك لو أن الادخار موجود لوحده فهو غير كافي لحدوث النمو الاقتصادي وبالتالي فإن الاستثمار يعمل على ربط الادخار مع النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى ذلك أن الاستثمار يرتبط مع سعر الفائدة بعلاقة عكسية حيث أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض الاستثمار وانخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة الاستثمار كون يعمل انخفاض سعر الفائدة يعمل على زيادة الاقتراض من البنوك وتقليل الودائع لأجل لدى البنوك التجارية.(عبد الرحمن و عريقات، ٢٠٠٤)

(٢-٥) أنواع الاستثمار:

يمكن تحديد أنواع الاستثمار تبعاً لعدة تصنيفات ومنها :

١-التصنيف حسب النوعية: ويقصد به تصنيف الاستثمار تبعاً لنوع الأصل ويقسم إلى قسمين:

- استثمار حقيقي أو عيني

وهو الاستثمار الذي يعطي الحق للمستثمر بشراء آلالات والمعدات وإنشاء المصانع أي السلع الرأسمالية والتي تعمل على إنتاج السلع والخدمات أي طاقات إنتاجية جديدة والتي بدورها تساهم في إحداث اثر كبير في التشغيل ومستوى الدخل القومي.

- استثمار مالي

وهي عبارة عن شراء السندات والأوراق المالية أي عندما يقوم المستثمر بشراء تلك الأوراق المالية فإنه يعمل على زيادة الأصول الرأسمالية أما عندما يقوم بعمليات البيع والشراء في الأوراق المالية الموجودة في محفظتهأساساً فهذا

لا يعتبر استثمار كونه نفس الأوراق المالية لكن انتقلت ملكيتها من شخص إلى أخر ولم تضف أي شيء على الاقتصاد أو الأصول الرأسمالية لكن بالنسبة للفرد من الممكن أن عمليات التبادل تلك أن تحقق له الأرباح (السمان، ٢٠٠٤).

٢-التصنيف الجغرافي: وهو الذي يتم تقسيم الاستثمار فيه تبعاً لمصدر رأس المال أو التمويل لذلك الاستثمار ويقسم إلى قسمين:

- الاستثمار المحلي : ويقصد به الاستثمار من خلال استخدام أموال البلد والاستثمار محلياً من خلال أشخاص يحملون جنسية تلك البلد سواءً كان الاستثمار من القطاع العام أو الخاص (حردان، ١٩٩٧).

- الاستثمار الأجنبي: وهو الاستثمار الذي ينجم عن انتقال الموارد الاقتصادية ورؤوس الأموال بين البلدان أي عبر الحدود من اجل تحقيق المنفعة وجمع الأرباح (الشبول، ٢٠٠١).

٣-التصنيف حسب الجهة القائمة بالاستثمار: وهو تصنيف الاستثمار حسب الجهة التي قامت بتمويل ذلك الاستثمار وتقسم إلى قسمين:

- الاستثمار الحكومي : وهو الاستثمار الذي تقوم به الحكومة من خلال فائض الإيرادات عن الإنفاق الجاري، أو عن طريق التمويل بالعجز، أو من خلال الاقتراض الداخلي أو الخارجي وهو رأس المال الحقيقي الذي تقوم الحكومة بتكوينه وتمويله.

- الاستثمار الخاص : ويكون الاستثمار الخاص إما عن طريق الأفراد أو الشركات وتقوم الأفراد بالاستثمار من خلال المدخرات الفردية لتكوين رأس مال حقيقي، أما الشركات فتقوم بالاستثمار من خلال إما الأرباح غير الموزعة أو القروض والتسهيلات الائتمانية (عبد الخالق، ٢٠٠٨).

(٢-٦) العوامل المؤثرة في الاستثمار:

الاستثمار هو مؤشر اقتصادي كثير التقلب والتغير في الاقتصاد وتفسير هذه التغيرات هو مهم جداً في توضيح التغيرات المنتظمة التي تحدث في الدخل القومي (حسين عمر، ٢٠٠٠) ومن هنا يجب دراسة جميع العوامل المؤثرة في

الاستثمار لتوضيح سبب حصول هذه التغيرات ومعرفة مدى تأثير كل عامل من العوامل على الاستثمار، ومن العوامل المؤثرة في الاستثمار:

١-توقعات الأنشطة الاقتصادية.
٢-الكفاءة الحدية لرأس المال.
٣-معدل الفائدة.
٤-الادخار.
٥-الاستهلاك.

١-توقعات الأنشطة الاقتصادية: تساعد التوقعات الاقتصادية للمستثمرين على زيادة الاستثمارات في حال إن كانت هذه التوقعات تحمل التفاؤل بالنسبة للأنشطة الاقتصادية لذا فإن المستثمرين سيقومون بزيادة حجم استثماراتهم مما يؤدي إلى انتعاش الاقتصاد وإذا كانت غير ذلك سوف تؤدي على تراجع الاقتصاد أو ركوده كونه لا يوجد استثمارات، حيث أن للتوقعات الاقتصادية عند المستثمرين اثر كبير في حجم الأرباح المتوقعة عند قطاع المؤسسات العامة أو الخاصة والذي يسعى إلى تحقيق اكبر ربح ممكن (داود، ٢٠١٠).

٢-الكفاءة الحدية لرأس المال: حيث أن المقصود بذلك هو مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر من رأس المال الذي يستثمر فيه هل يعطيه مردود اكبر من مردود معدل الفائدة، فإذا كان كذلك فإن الاستثمار يبقى يزداد والعكس صحيح في حال كان معدل الفائدة يعطي دخل أو مردود اقل من الاستثمارات، حيث انه يتم اتخاذ القرار بالنسبة للاستثمار بمقارنة كل من معدل الفائدة والكفاية الحدية للاستثمار حيث يكون هنالك استثمار طالما أن الكفاية الحدية اكبر من متوسط معدل الفائدة في السوق ويتوقف الاستثمار في حال مساواة كل من متوسط معدل الفائدة والكفاية الحدية للاستثمار (عبد الرحمن وعريقات، ٢٠٠٤).

٣-معدل الفائدة: معدل الفائدة له أهمية كبيرة في التأثير على الاستثمار، حيث إذا كان معدل الفائدة على القروض التجارية مرتفعاً فإن ذلك لا يشجع على الاستثمار كون تكلفة رأس المال مرتفعة على العكس لو كانت هذه التكلفة منخفضة (معدل الفائدة على القروض التجارية) فإن ذلك يشجع على الاستثمار وزيادة الطاقة الإنتاجية في الدولة وتحقيق مردود جيد للمستثمر، كما أن معدل

الفائدة هو العائد على الاستثمار للأموال التي يمنحها المقرض مقابل تنازله عن التصرف في تلك الأموال لمدة زمنية محددة وغالباً تكون سنوية (صيام، ١٩٩٧).

٤-الادخار: حيث ان العلاقة ايجابية بين الاستثمار والادخار أي انه في حال كان ما يدخره الأفراد والمؤسسات من الأموال يذهب للاستثمار أو شراء السلع الإنتاجية فإن زيادة الادخار ستؤدي إلى زيادة الاستثمار و كلما قل الادخار قل الاستثمار.

٥-الاستهلاك: للاستهلاك اثر كبير في التشجيع على الاستثمار حيث انه يتناسب بشكل طردي مع الاستثمار ولكن كيف يكون ذلك؟ وذلك عندما يزداد الطلب على سلعة معينة يزداد سعر هذه السلعة مما يؤدي إلى زيادة أرباح المنتجين وبالتالي يعملون على زيادة الإنتاج لتحقيق أرباح اكبر وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية وزيادة الاستثمار وأيضاً من ناحية أخرى لو قل الطلب على سلعة معينة هذا سيؤدي إلى تخفيض كمية الإنتاج وانخفاض الأرباح وتقليص حجم الاستثمار مما يؤدي في النهاية إلى الركود الاقتصادي، حيث نلاحظ مما سبق أن حجم الاستهلاك يعتمد على حجم الدخل القومي فإذا تغير الدخل القومي بالزيادة فإن الاستهلاك سوف يزداد.

(٢-٧) مكونات الاستثمار:

كما نعلم بأن الاستثمار يتكون من الإنفاق على السلع الإنشائية مثل المباني والآلات والمعدات التي تعتبر من السلع الإنتاجية وأيضاً الجسور والأنفاق والتي تعتبر من البنية التحتية للدولة وهنا نأتي للشرح المفصل عن مكونات الاستثمار:

- التكوين الرأسمالي الثابت (Fixed Capital Formation)

ويتكون من السلع النهائية مثل شراء السلع الرأسمالية والمعدات الإنشائية وكذلك المباني والعقارات وجميع السلع التي تساهم أو تستخدم في عمليات الإنتاج، بحيث تكون هذه السلع هي جميعها من السلع المعمرة التي تهتلك بعد فترة طويلة من الزمن حيث تقوم الشركات بإتلاف هذه السلع بعد فترة طويلة واستبدالها بسلع جديدة من الأرباح الإجمالية حيث يقتطع جزء ليخصص كاحتياطي لمقابلة اهتلاك الأصول(حسين عمر، ٢٠٠٠)، كما يعتبر هذا النوع من الاستثمار من أهم المكونات للطلب الكلي مما له من اثر واضح في النمو

الاقتصادي كونه يعتبر مقياساً على زيادة رصيد رأس المال خلال فترة زمنية معينة، حيث أن تمديد الطرق وإنشاء الجسور لتصل إلى بعض المناطق البعيدة أو غير المأهولة بالسكان يؤدي إلى تشجيع المستثمرين إلى الاستثمار في تلك المناطق كونه يوجد بها خدمات مما يشجع على جلب الاستثمارات الخارجية.

يتكون التكوين الرأسمالي الثابت من عنصرين وهما:

- تكوين رأس مال ثابت مباشر حيث يعمل على الزيادة في الطاقة الإنتاجية بشكل مباشر مثل إنشاء المصانع والمباني.
- تكوين رأس مال ثابت غير مباشر مثل إنشاء الطرق والجسور والذي بدوره يشجع أو يجلب الاستثمارات.

(٢-٨) التغير في المخزون السلعي(Change in Stock):

هو مقدار المخزون من المواد الأولية أو السلع النهائية تامة الصنع والموجودة في مكان العمل أو المخازن حيث تحسب في بداية ونهاية كل سنة (عبد الرحمن وعريقات، ٢٠٠٤) وهدفه هو الحفاظ على وفاء الشركة في التزاماتها اتجاه السوق كونه من الممكن حدوث العديد من التقلبات في السوق أو تعطل احد خطوط الإنتاج، مثلاً لو أن لدينا خط إنتاج تم استيراد معداته من الخارج وخلال عملية الإنتاج تعطلت الماكينة وأصبحت بحاجة إلى قطع غيار حيث سيقوم المنتج مضطراً إلى الانتظار حتى تصل قطع الغيار من البلد المصنع وبالتالي سيتعطل الانتهاج حتى ورود القطعة أما في حال وجود قطع غيار احتياطية فلن يتعطل وسوف يقوم بتغيير القطعة بشكل سريع والسير بالعملية الإنتاجية بشكل طبيعي دون أي تأثير على الإنتاج، كما تقوم المؤسسات والشركات أيضاً بالاحتفاظ بالسلع تامة الصنع أيضاً للوفاء بالتزاماتها في حال حصل أي خلل في عملية الإنتاج من الممكن أن تعوض النقص في الإنتاج من المخزون من السلع التامة لديها.

حيث أن التغير في المخزون هو احد مكونات الناتج المحلي الدورية بالرغم من صغر حجمها نسبة إلى المكونات الأخرى للاستثمار(داود، ٢٠١٠).

مما سبق نرى مدى أهمية هذا المكون كونه يساعد على تلبية حاجات العملاء بالموعد المحدد دون تأخير وبالكمية المطلوبة حيث يسهل عملية التجارة ويزيد من المصداقية بين العميل والتاجر أو المنتج.

(٢-٩) المشاريع الإنشائية والإسكانية(Residential Housing):

يعتبر بناء المباني والمنشآت حتى ولو كانت بهدف السكن للأفراد جزءاً مهماً من الاستثمار كونه يحوي العديد من الأيدي العاملة وكذلك العديد من المصانع والمعامل والتي تعمل على الإنتاج حيث أن الاستثمار في قطاع الإنشاءات يأخذ ٢٠% من القيمة الإجمالية للاستثمار في أي اقتصاد.

كما أن المباني المبنية حديثاً للأفراد تعتبر جزء من ذلك الاستثمار حيث أن العقار المملوك لصاحبه يعتبر كأنه منشأة أعمال تمتلك العقار وتقوم بتأجيرها لنفسها (حسين عمر، ٢٠٠٠).

وتحدد أسعار المباني بناءاً على الطلب على تلك المباني حيث من الممكن أن تمول من خلال القروض العقارية والذي يتأثر بشكل كبير بأسعار الفائدة والتي تعتبر جزء من تكلفة إنشاء المسكن،وتشمل أيضاً الإنشاءات المملوكة من قبل قطاع الأعمال والتي تستخدم في عمليات الإنتاج.

(٢-١٠) النظرية الكينزية:

تعتمد هذه النظرية كما أشار لها كينز على مدى الكفاءة الحدية للاستثمار أو الكفاءة الحدية لرأس المال وهو معدل الخصم الذي يجعل معدل الفائدة الحالي مساوياً لمعدل العائد المتوقع على الاستثمار حيث أن الإقبال على المشاريع الاستثمارية يكون تبعاً لمعدل العائد المتوقع على المشروع فالمشروع الذي يحقق عائد اكبر يتهافت المستثمرون نحوه للحصول على اكبر عائد حيث عندما تكون الكفاءة الحدية لرأس المال مرتفعة فإن يتجه جميع أصحاب رؤوس الأموال إلى الاستثمار حيث يتأثر مضاعف الاستثمار مما يؤدي إلى زيادة في الطلب الاستهلاكي مما يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي والعكس يحدث في حالة الكساد (حسين عمر، ٢٠٠٠) حيث للتحليل الكينزي فوائد عديدة منها تفسير التغيرات التي تحدث في حجم الدخل الكلي بصورة مضاعفة نتيجة تغير حجم الاستثمار لأن الاستثمار سوف يؤدي إلى زيادة الدخل.

(٢-١١) نظرية الأرصدة المتاحة للإقراض:

وهي من النظريات المهمة في معدل الفائدة وهي تتحدث عن العديد من الأشياء منها الادخار حيث أن الادخار لا يتأثر فقط بمعدل الفائدة على المدخرات وإنما يتأثر أيضاً في الدخل، حيث كلما زاد الدخل سوف يؤدي ذلك إلى زيادة الادخار لدى الأفراد مع زيادة معدلات الفائدة على المدخرات حيث أن الدخل ومعدل الفائدة يؤديانمعاً دوراً مهماً في الادخار، وكذلك تتحدث هذه النظرية عن الاستثمار حيث يتأثر الاستثمار بمناخ الاستثمار أيضاً وليس بمعدل الفائدة فقط حيث أن المناخ الاستثماري هو عبارة عن الأنظمة والقوانين السياسية والاقتصادية الموجودة في مكان ما حيث تعمل على إيجاد فرص للاستثمار تكون مشجعة ومربحة لأصحاب ورؤوس الأموال حتى يقومون باستثمار أموالهم في ذلك المكان، وأيضاً يمكن تحديد الأرصدة المتاحة للإقراض من خلال المدخرات والمكتنزات السابقة ومستوى الدخل والاستقرار السياسي.

(٢-١٢) محددات هامش معدل الفائدة:

يمكن تقسيم محددات هامش معدل الفائدة إلى ثلاثة أقسام وتتمثل في الأمور المتعلقة في القطاع المصرفي أولاً وهي التي يمكن تحديدها من خلال الميزانية و قائمة الدخل وحسابات الأرباح والخسائر وهي تحدد داخلياً من قبل البنك، حيث أن المصدر الرئيسي المحدد للمخاطر الداخلية للبنوك في الدول النامية هي مخاطر الائتمان حيث أن أي سوء تنفيذ أو تطبيق لتعليمات الائتمان آو أي وضع قانوني هش أو ضعيف أو عدم وجود معلومات كافية عن المقترضين كل ذلك يؤدي إلى تعرض البنوك إلى العديد من مخاطر الائتمان، وعلى مستوى الاقتصاد الكلي فإن ضعف النمو الاقتصادي يضاف إلى المخاطر بحيث انه يؤدي إلى تدهور جودة الائتمان من خلال زيادة التخلف عن سداد أقساط القروض وعدم الالتزام، حيث يمكن قياس مخاطر الائتمان من خلال مخصصات خسائر القروض(Crowley، ٢٠٠٧).

لقد وجد إن هامش معدل الفائدة للبنوك يرتبط بشكل ايجابي مع القوة السوقية للبنوك، إن التكلفة التشغيلية للبنوك، ومخاطر الائتمان، ودرجة مخاطر معدل الفائدة، ترتبط بعلاقة ايجابية مع هامش معدل الفائدة للبنوك، أما بالنسبة لحقوق المساهمين فإنها ترتبط بشكل سلبي مع معدل الفائدة وخصوصاً عندما تواجه البنوك مخاطر معدلات الفائدة القليلة.

كذلك لوحظ أن هامش معدل الفائدة يتأثر بشكل عام في البنوك بكل من إدارة المخاطر في البنوك وحجم المعاملات البنكية، ومرونة معدل الفائدة لدى البنوك (Ho and Saunders، ١٩٨١).

أما القسم الثاني لمحددات هامش معدل الفائدة فهو من محددات السوق والتي بدورها تعود على السوق الذي يوجد عليه تركيز كبير وكذلك منافسة عالية وحجم ذلك السوق أو القطاع وحجم الملكية، حيث أن هذه العوامل جميعها تؤثر على السوق بشكل عام حيث لا تؤثر فقط على البنوك بشكل خاص، مع الاشارة الى أن العديد من الباحثين يقومون بتحديد العوامل المؤثرة على القطاع المصرفي على أنها المؤثر الرئيسي على هامش معدل الفائدة لوحدها (Crowley، ٢٠٠٧)، هذا وقد قام الباحثون بأخذ عينة على ٨٠ دولة لمعرفة كيف تعمل خصائص البنوك ونظام البنوك بشكل عام على التأثير على عوائد البنوك وهامش معدل الفائدة، حيث نتج عن ذلك انهيار أو تراجع المؤثرات على الدخل كعدد المحددات التي تعمل على التأثير في سلوك كل من المقترض والمودع، حيث كانت النتائج ان الظروف الاقتصادية الكلية والتنظيمية لها تأثير كبير على الهوامش والأرباح، حيث أن الأسواق ذات معدلات التركيز القليل تؤدي إلى هوامش اقل وأرباح اقل، أما بالنسبة لتأثير الملكية الأجنبية فإنها تختلف بين الدول النامية والدول المتقدمة حيث البنوك الجانبية لها هوامش أعلى وكذلك أرباح أعلى في الدول النامية مقارنة مع البنوك المحلية على العكس في الدول المتقدمة.
في دراسة (Saunders and Schumacher، ٢٠٠٠) على البنوك الأوروبية وجد أن هامش معدل الفائدة يرتبط مع درجة التركيز في السوق كذلك وجد أن مقدار حجم الهامش يكون عالي في الأسواق الغير تنافسية والذي بدوره يدعو إلى تقوية البنية التنظيمية للسوق وكذلك القانونية لتعزيز صلابة السوق.

من الدراسات الأخرى حيث وجد أن حجم البنك له تأثير كبير في هامش معدل الفائدة حيث وجد أن البنوك الصغيرة لها هامش عالي مقارنة مع البنوك الكبيرة، كذلك وجد أن هامش معدل الفائدة نتج من متغيرات البنك المركزي مثل سعر الخصم على القروض و الاحتياطيات الإجبارية وكذلك معدلات الفائدة على الأصول من الودائع لدى البنك المركزي من جانب أخر حيث نوع السوق احتكار أو غيره فإن هامش معدل الفائدة يتأثر في مرونة الطلب على التسهيلات والودائع، ولنأخذ بعين الاعتبار السياسة النقدية حيث أن الزيادة في عرض النقود في ظل وجود طلب مرن يقلل من الهامش في سوق الاحتكار بشكل اكبر من سوق المنافسة (Elkayam، ١٩٩٦).

القسم الثالث والأخير لمحددات هامش معدل الفائدة هو محددات الاقتصاد الكلي وهي عبارة عن المحددات الخارجية والتي ليس لها علاقة بما سبق من المحددات لكنها تعكس مدى تأثير المناخ الاقتصادي والتي بدورها تؤثر على العمليات التي تقوم بها البنوك التجارية وانجازاتها، حيث من متغيرات الاقتصاد الكلي التضخم ومعدل الفائدة والدورة الإنتاجية (Crowley، ٢٠٠٧)، حيث أن دراسة الباحثين (Allen and Bali، ٢٠٠٤) وجدت أن متغيرات الاقتصاد الكلي تؤثر على مدى قابلية تحقيق الأرباح للبنوك في الدول النامية وكذلك وجد أن التضخم يرتبط بشكل ايجابي مع أرباح البنوك وذلك من خلال تنبؤ البنوك بالتغيرات التي من الممكن أن تحدث في التضخم حيث من الممكن اعتماداً على تلك التنبؤات أن تقوم بتعديل الهوامش والأرباح بشكل سريع تبعاً للظروف الاقتصادية القادمة، كما ان هنالك دراسات أخرى عديدة تناولت محددات هامش معدل الفائدة منها دراسة (Hanson and Rocha، ١٩٨٦) حيث قامت بتحليل محددات هامش معدل الفائدة اعتماداً على دراسة العلاقة ما بين الضرائب الضمنية والصريحة والعوامل الأخرى مثل التكاليف البنكية والأرباح والتضخم وحجم الاقتصاد وبنية السوق وذلك من خلال اخذ عينة من ٢٩ دولة من عام ١٩٧٥ – ١٩٨٣ حيث وجد أن هنالك علاقة ايجابية بين هامش معدل الفائدة والتضخم.

(٢-١٣) مفهوم هامش معدل الفائدة:

هو عبارة عن الفرق بين معدل الفائدة الذي يقوم البنك بدفعه على الودائع للعملاء و معدل الفائدة على القروض (تكلفة الإقراض) وممكن تعريفه بأنه معدل الفائدة الذي تتقاضاه البنوك على القروض المقدمة للعملاء الرئيسيين مخصوماً منه معدل الفائدة الذي تدفعه البنوك التجارية أو البنوك المماثلة على الودائع تحت الطلب، أو الودائع لأجل، والودائع الادخارية.

(٢-١٤) الدراسات السابقة :

لقد كان موضوع الاستثمار مدار بحث عدد كبير من الاقتصاديين لما للموضوع من أهمية واضحة في الاقتصاديات الوطنية، وهنالك العديد من الدراسات التي تطرقت لموضوع الاستثمارات الأجنبية والعربية لما للاستثمار من أهمية في النمو الاقتصادي وتوفير فرص العمل باستمرار مع النمو السكاني الحاصل، ومن الدراسات العربية دراسة (العزام، ١٩٩٤) حيث تحدثت عن محددات الطلب على الاستثمارات، حيث عملت هذه الدراسة على تحليل محددات الطلب على الاستثمار في الأردن وبحث الجوانب المتعلقة في الاستثمار الأجنبي وطرق اجتذابه، وقد توصل الباحث في هذه الدراسة إلى أن هنالك علاقة ايجابية بين كل من حجم الناتج المحلي الإجمالي والاستقرار السياسي والاقتصادي في جذب الاستثمارات وتدفقها للاقتصاد الأردني، كذلك دراسة (الجومرد، ١٩٩٧) والذي عمل على دراسة المتغيرات المؤثرة على استثمار القطاع الخاص المحلي في الأردن، حيث أوجدت هذه الدراسة أن ٦٦% من المستثمرين يعتقدون أن عامل الاستقرار السياسي الضروري للاستثمار موجود في الأردن وان نسبة المستثمرين المطمئنين لسعر الصرف للدينار الأردني هم ٣٦% وهي نسبة منخفضة، في حين يعتقد ٩٦% من المستثمرين بوجود معوقات بيروقراطية للاستثمار في الأردن،أيضاً دراسة الباحث (جميل، ٢٠٠٢) حيث قام بدراسة الاستثمار في الأردن حيث هدفت الدراسة إلى تحديد حجم ومحددات والعوامل

المؤثرة في الاستثمار الأردني، فقد توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج منها أن المستثمرين الأجانب يعتبرون أن عدم الاستقرار السياسي على المستوى الإقليمي وضعف أساسيات الاقتصاد مثل انخفاض معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي وزيادة البطالة والانكماش في الطلب الكلي هي عوائق مهمة تقف في طريقهم، وكذلك بينت الدراسة أن الناتج المحلي الإجمالي كان له أثر مهم على الاستثمار الأجنبي المباشر.

دراسة (الصطوف، ٢٠٠١) بعنوان أهمية الاستثمار في الأردن ومحدداته الأساسية، حيث هدفت هذه الدراسة الى معرفة العوامل الأساسية المؤثرة في الاستثمار الخارجي وأهمية هذه الاستثمارات، حيث توصلت إلى أن الاستثمارات في الأردن منخفضة وذلك بسبب عدم الاستقرار السياسي في الإقليم وقد كان للناتج المحلي الإجمالي اثر مهم في الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن، ودراسة (عجمي، ٢٠٠٠) مناح الاستثمار وحجم الاستثمار المباشر بين البلدان العربية، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مناخ الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه ومؤشراته الاقتصادية والاستثمار الأجنبي في البلاد العربية وقد خلصت الدراسة إلى أن أهم العوامل المحددة للاستثمارات المباشرة بين الدول العربية هي عدم الاستقرار السياسي وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وضعف الإدارة والافتقار إلى هيكل قانوني شفاف ومستقر وكذلك مشكلة التضخم.

دراسة (Jing، ٢٠٠٤) حيث هدف الباحث إلى دراسة العلاقة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة للأردن ومحدداتها والتي هي معدل الصرف الحقيقي ومؤشر الانفتاح، والناتج المحلي الإجمالي الاسمي، حيث توصلت الدراسة إلى أن الناتج المحلي الإجمالي له علاقة ايجابية مع تدفقات الاستثمار الأجنبي الداخل للأردن، ومن الدراسات الأجنبية أيضاً دراسة (Shibli، ٢٠٠٣) والتي هدفت إلى بيان اثر سعر الفائدة والتمويل والنقود على الاستثمار المحلي في الأردن، حيث توصلت الدراسة إلى أن هنالك علاقة ايجابية بين الاستثمار ومعدل الطاقة المستخدمة ومعدل العائد وان التغير في أسعار الفائدة وتوفر الائتمان تشكل عوامل مهمة في بناء قرار الاستثمار وقد أظهرت الدراسة أيضاً أن ارتفاع أسعار الفائدة ذو اثر سلبي على الاستثمار لكن بمرونة متدنية وأن

التمويل ذو اثر ايجابي على الاستثمار ومع ذلكأيضاً وجدت هذه الدراسة بأن الأثر الكلي لزيادة سعر الفائدة على الاستثمار ذو اثر سلبي.

دراسة (Chung، ١٩٩٥) هدفت هذه الدراسة إلى تحليل حجم وهيكل وتوزيع الاستثمارات الأجنبية المتدفقة إلى الصين وأثرها على التنمية خلال الفترة ما بين 1973-1993 ، حيث كانت النتيجة وجود علاقة ايجابية بين معدل نمو الناتج ومعدل نمو الاستثمارات الأجنبية ، وعلاقة سلبية بين معدل نمو المدخرات المحلية ومعدل نمو الاستثمارات الأجنبية.

دراسة (Balasubramaryam، ١٩٩٦) ، والتي هدفت إلى تحليل أثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو الاقتصادي خلال الفترة ١٩٧٠-١٩٨٥ لعينة مكونة من ٤٦ دولة نامية، حيث تم تصنيف هذه الدول إلى مجموعتين، المجموعة الأولى الدول التي انتهجت سياسة التصدير والمجموعة الثانية الدول التي انتهجت سياسة إحلال الواردات ، وقد توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر لعب دوراً ايجابياً في البلدان التي انتهجت سياسة التصدير أكبر منه في الدول التي انتهجت سياسة إحلال الواردات.

دراسة (المسيبلي، ٢٠٠٠) هدفت هذه الدراسة إلى بيان دور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاد اليمني ومدى تأثر الاقتصاد اليمني بهذه الاستثمارات وتناولت المناخ الاستثماري والأسباب التي تسوق الاستثمار في اليمن ، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن حجم الاستثمارات الأجنبية في اليمن ضئيل جداً وأن المناخ الاستثماري السائد في وقت الدراسة في اليمن غير مهيأ لجذب الاستثمارات الأجنبية.

دراسة (الأغا، ٢٠٠٢)، حيث اعتمدت الدراسة نموذجا قياسيا لتشخيص المتغيرات الاقتصادية والسياسية المؤثرة في تدفق الاستثمارات الأجنبية على الأردن، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناكأثراً ايجابياً لكل من النمو الاقتصادي الحقيقي ونمو السوق المحلي على تدفق الاستثمارات الأجنبية للأردن، وان عدم الاستقرار المالي مقاساً بعجز الموازنة له علاقة سلبية وتدفق الاستثمار الأجنبي.

(٢-١٥) ما يميز هذه الدراسة:

تميزت هذه الدراسة في نواحي تتعلق في عنوانها ومنهجيتها، وفترتها الزمنية، إذ تحتوي الميزات التالية:

أ- ضمن جهود هذه الدراسة الاستقصائية حول أثر هامش معدل الفائدة للبنوك التجارية الأردنية وأثرها على الاستثمار في الأردن فلم تجد دراسات سابقة لها علاقة مباشرة بنفس العنوان بحيث تتناول هامش سعر الفائدة وليس سعر الفائدة والاستثمار لمعرفة العلاقة السببية و/أو الارتباطية بينهما.

ب- بالإضافة إلى محاولة منهجية هذه الدراسة معرفة العلاقة السببية و/أو الارتباطية بين هامش سعر الفائدة والاستثمار في الأردن، فقد احتوت الدراسة على الادخار والناتج المحلي الإجمالي كمتغيرين مستقلين، إذ لم تجد هذه الدراسة ضمن الدراسات السابقة التي وجدتها ما يشير إلى اثر الادخار والناتج المحلي الإجمالي على الاستثمار في الأردن.

ج- حداثة الفترة الزمنية التي تتناولها الدراسة إذ تستقي الدراسة بياناتها من سلسلة زمنية سنوية تمتد للفترة (١٩٨٠-٢٠١٣) وهذا بدوره زاد من حجم عينة الدراسة.

الفصل الثالث

واقع الاستثمار في الأردن

(٣-١) المقدمة:

هناك العديد من التغيرات التي حصلت على الاقتصاد الأردني والعديد من التطورات الشاملة على الاستثمار حيث كانت التنمية هي السياسة المتبعة لتحقيق النمو السريع والمتوازن والذي بدوره أدى إلى تحقيق معدلات عالية في المجال الاستثماري فقد ارتفع الاستثمار الكلي من (٥,٥) مليون دينار عام ١٩٥٥ إلى (٢٧٥) مليون دينار وذلك نتيجة الخطة التي كانت في(١٩٦٤ – ١٩٧٠) حتى وصل إلى (٣٣٠٠) مليون دينار في الخطة (١٩٨١ – ١٩٨٥) (الحمارنة، ١٩٩٤)، حيث سنقوم بهذا الفصل بتناول الاستثمار الأردني على كل من الصعيدين الخاص والحكومي خلال الفترة ١٩٨٠ إلى ٢٠١٣ من حيث تطوره والعوامل المؤثرة فيه كما سنتناول التوزيع الإقطاعي لهذه الاستثمارات.

الاقتصاد الأردني هو نموذج للاقتصاد الصغير المفتوح الذي يواجه العديد من التحديات مثل شح الموارد الطبيعية بالإضافة إلى العجز في الموازنة العامة والميزان التجاري كما انه يعتمد بشكل كبير على المعونات الخارجية وتحويلات المغتربين العاملين بالخارج، لنبدأ من الثمانينات حيث مر الأردن بمرحلة الانكماش الاقتصادي حيث بدأ الأردن يواجه في تلك الفترة العديد من المشاكل منها مظاهر التباطؤ وذلك بسبب انخفاض أسعار النفط العالمية والذي بدوره أدى إلى انخفاض الموازنة لدى العديد من الدول العربية النفطية وكذلك التغيير بشكل كبير في خططها التنموية كما أدى ذلك إلى الاستغناء عن العديد من الأيدي العاملة الأجنبية وكذلك تخفيض أو الحد من المساعدات الخارجية مما اثر سلباً على النمو في الأردن كونه يعتبر من أهم الدول المصدرة للقوى العاملة حيث يعتمد الاقتصاد الأردني بشكل كبير على التحويلات الخارجية من العاملين في الخارج (مريان، ١٩٩٩) ومن الأسباب التي أدت إلى التباطؤ أيضا هو انهيار ثلاثة بنوك كبيرة نتيجة العجز المالي في عام ١٩٨٩ (المجالي، ٢٠٠٨) ومن الأسباب أيضا أن الأردن يعتبر مصدراً أولاً أو يعتمد بشكل كبير في صادراته على الفوسفات والبوتاس بشكل كبير فذلك الانكماش أو التباطؤ أدى إلى انخفاض

الطلب على كل من السلعتين عالمياً (زهران والعمايرة، ٢٠٠٩) ومن الأسباب التي أدت إلى التباطؤ هو إتباع بعض السياسات الخاطئة في الأردن في فتر الرواج في السبعينات مما أدى إلى ارتفاع المديونية والعجز حيث بلغت المديونية (٣٨٦) مليون دينار عام ١٩٨٠ ولكن في عام ١٩٨٢ أصبحت (٦٢٨) مليون دينار(أبو شهاب، ٢٠٠٨)، كما أدى إلى التباطؤ أيضا الفكر العام في تلك الفترة في تدخل القطاع العام في جميع الأنشطةالاقتصادية كماً وسعراً بالإضافة إلى تدني سياسة الشفافية لدى الحكومة في تلك الفترة.

كل ما سبق من الأسباب التي أدت إلى التباطؤ أدت إلى تعرض الأردن الى اكبر ازمة اقتصادية وذلك عام ١٩٨٩ مما ادى الى زيادة التضخم وارتفاع الهدر في الموارد (عدم الاستخدام الامثل للموارد) وكل ذلك انعكس بشكل كبير على النمو الاقتصادي وانخفاض سعر الصرف للدينار الاردني مع انخفاض القوة الشرائية له.

بعد هذه الازمة الاقتصادية والتي كانت الاخطر على الاقتصاد الاردني جاءت مرحلة التسعينات وهي مرحلة محاولة التصحيح بالتعاون مع صندوق النقد الدولي بهدف الحفاظ على استقرار كل من اسعار السلع وسعر الصرف للعملة المحلية بالاضافة الى تفعيل التفاعل بين القطاعين العام والخاص (فتح باب المشاركة) ليكون دور القطاع الخاصفعالاً في الاقتصاد الاردني والحد من مشكلتي الفقر والبطالة والوصل الى خطط تنموية فعالة في الاقتصاد الاردني ككل، وكل ذلك انعكس على تحقيق الاردن معدل نمو اقتصادي جيد حيث بلغ متوسط معدل النمو السنوي في الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية (٩,٢٤%) لكن من ناحية اخرى ادى ذلك الى زيادة المديونية الخارجية لذلك تم العمل على الترتيب مع صندوق النقد الدولي والذي بدوره ارتكز على الحد من العجز المالي وابقائه ضمن نطاق التمويل المتاح (زهران والعمايرة، ٢٠٠٩).

في عام ١٩٩٥ تم ربط الدينار الاردني بالدولار الامريكي فانعكس ذلك بشكل ايجابي على الاقتصاد الاردني، ولكن في عام ١٩٩٨ انهار الدينار الاردني وقلت ثقة المستثمرين في الدينار الاردني أثر وفاة المغفور له الملك الحسين بن طلال مما ادى الى قيام العديد من المستثمرين باستبدال الدينار الاردني بالعملات الاجنبية بسبب تزعزع الثقة مما ادى الى استنزاف الاحتياطي الموجود لدى البنك

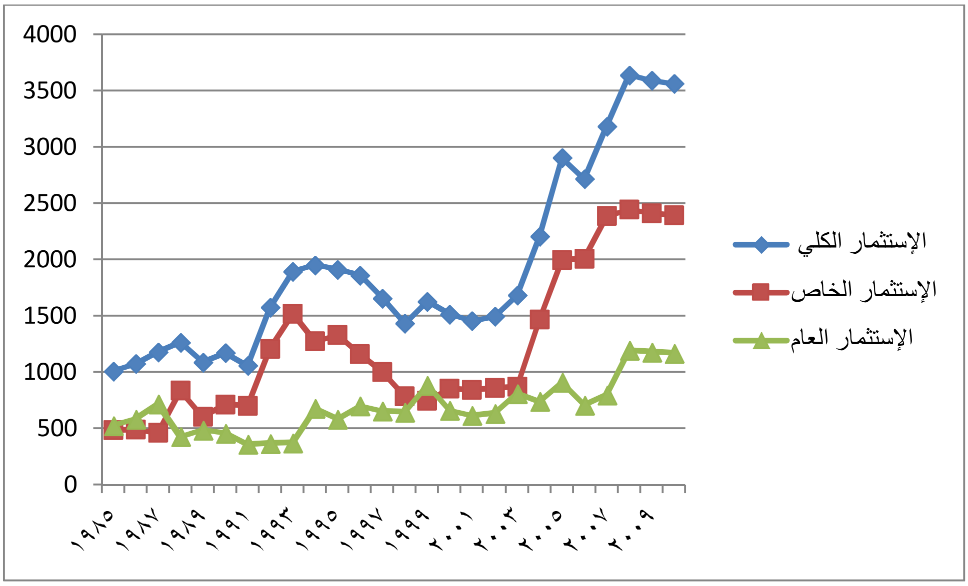
المركزي من العملات الاجنبية والذي بدوره قرر رفع سعر الفائدة من اجل المحافظة على سعر الدينار (المجالي، ٢٠٠٨).

وفي مطلع القرن الحالي استطاع الاردن التجاوب مع التطورات الاقتصادية الخارجية حيث تم عمل العديد من برامج التخاصية والتي بدورها ادت الى جذب العديد من الاستثمارات الخارجية الاجنبية والعربية وذلك للتفاعل مع الاقتصاد العالمي و كذلك تحرير الاقتصاد الاردني (ابراهيم، ٢٠٠٦) الامر الذي حقق للاردن معدلات نمو مرتفعة ما بين سنة ٢٠٠٠ الى ٢٠٠٧ حيث بلغت بالمتوسط للناتج المحلي الاجمالي (٩,٩%) بالاسعار الجارية بالرغم من العديد من الضغوطات التي واجهها الاردن من الجانب الفلسطيني والاسرائيلي وكذلك صعود اسعار النفط بشكل كبير والعولمة (زهران والعمايرة، ٢٠٠٩).

لقد واجه الاردن بعد ذلك الازمة المالية التي حدثت على العالم ككل في عام ٢٠٠٨ والتي كانت من اسوء الازمات التي مر بها العالم حيث اثرت على الاردن بشكل كبير وانعكست على العديد من القطاعات الاقتصادية والمالية في الاردن ولكن كانت تأثيراتها بشكل محدود وليس كبير بالمقارنة مع الدول الاخرى فالمراحل والخطوات والسياسات المتبعة والتي تم اتخاذها سابقاً ادت الى الحفاظ على الاقتصاد الاردني مستقراً مما زاد من جاذبية الاستثمار في الاردن (الطيب، ٢٠١١).

(٣-٢) أهمية الاستثمار في الاردن:

نظراً لأهمية الاستثمار في الاردن وما ينعكس عنه من توفير فرص عمل وتنمية اجتماعية واقتصادية وكذلك دعم ميزان المدفوعات والميزان التجاري، نستطيع ان نلاحظ من خلال فترة الدراسة يلاحظ ان الانفاق الاستثماري يزداد بشكل عام حيث ازداد من (١٠١٠,٢٧) مليون دينار عام ١٩٨٥ ليصبح (٣٥٦٢,٠١) مليون دينار عام ٢٠١٠ بالاسعار الثابتة كما هو مبين في الرسم البياني (الشكل رقم ١) للنمو الاستثماري في الاردن ويعود ذلك لعدة عوامل منها قيام الحكومة باستحداث التشريعات والقوانين لزيادة التشجيع على الاستثمار وايضاً الاستقرار السياسي في الاردن مقارنة مع الدول المجاورة.



الشكل ١. تطور الإنفاق الاستثماري في الأردن خلال الفترة (١٩٨٥- ٢٠١٣)

هذا وبعد ان حصل نمو في أسعار النفط في الاسواق العالمية والذي بدوره عكس معدل نمو مرتفع في معظم الدول العربية في بداية الثمانينات وما انعكس على الاستثمار في الاردن الا انه في ذلك الزمن جاء الاحتلال الاسرائيلي للبنان وانخفض الاداء الاقتصادي لدول الخليج مما ادى الى الانخفاض التدريجي في حجم الاستثمار حيث بلغ الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي (٢٨,٨١%) ليشكل حجم الاستثمار الخاص (٤٨٤,٣٩) مليون دينار وحجم الاستثمار الحكومي (٥٢٥,٨٨) مليون دينار وبعد ذلك استمر الانخفاض في الاستثمار الخاص ليصل الى (٣٩,٢١%) كنسبة من الاستثمار الكلي في ١٩٨٧ وذلك يعود كله نتيجة للظروف السياسية والاقتصادية في المنطقة.

وفي عام ١٩٨٩ تعرض الاردن الى ازمة اقتصادية حادة نتج عنها العديد من المشاكل مثل انخفاض المساعدات الخارجية للاردن كذلك انخفاض التحويلات من العاملين في الخارج والانحسار في اسواق الصادرات حيث كل ذلك ادى الى انخفاض الاستثمار الكلي في الاردن الى (١٠٨٩,٠٣) مليون دينار مما استدعى تحرك الحكومة الاردنية لإتخاذ بعض السياسات المناسبة بالتعاون مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي للخروج من هذه الازمة والتي كانت تتضمن برامج التصحيح الاقتصادي واولها كان برنامج عام (١٩٨٩ – ١٩٩٢).

بعد ذلك بدأت معدلات الاستثمار باستعادة وضعها الطبيعي بالارتفاع ما عدا ازمة ١٩٩١ وهي ازمة الخليج والتي اثرت على الاستثمار حيث كانت حالة

انخفاض طارئة للاستثمار وبعد ذلك ارتفع الاستثمار ليصل ذروته عام ١٩٩٤ على الشقين العام والخاص وكل ذلك يعود للجهود التي بذلتها الحكومة لمنع التضخم كمؤشر اساسي او مانع اساسي للاستثمار والقدرة لمنافسة السلع الاردنية للسلع الاجنبية فبلغ الاستثمار الكلي عام ١٩٩٤ نحو (١٩٥١,٠١) مليون دينار اي ما نسبته (٤٤,٦٦%) من الناتج المحلي الاجمالي كما كان التركيز في ذلك الوقت على زيادة حصة الاستثمار الخاص من الاستثمارات الكلية وتخفيض حصة الاستثمار الحكومي.

في عام (١٩٩٦-١٩٩٩) انعكس التباطؤ الاقتصادي على حجم الاستثمار الكلي حيث انخفض من (١٨٦٠,٠٢) مليون دينار الى (١٦٢٨,٤٨) مليون دينار خلال (١٩٩٦ – ١٩٩٩) لتكون نسبته من الناتج المحلي الاجمالي (٣١,٣٣%) كذلك الاستثمار الحكومي ارتفع ليشكل ما نسبته (١٧%) من الناتج المحلي الاجمالي اي بلغ ما قيمته (٨٨٣,٤٧) مليون دينار اما الاستثمار الخاص فقد انخفض الى (٧٤٥,٠١) مليون دينار عام ١٩٩٩ حيث مما سبق نجد ان نسبة الاستثمار الخاص انخفضت نسبة الى مقارنة مع الاستثمار الحكومي ونسبة الى الاستثمار الكلي، بعد ذلك قامت الاردن باتخاذ العديد من الاجراءات والسياسات التي تتم من خلالها اعطاء زخم اكبر للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي وكذلك جذب المزيد من الاستثمارات العربية والاجنبية الامر الذي ادى الى زيادة الاستثمار الخاص نسبة الى الاستثمار الكلي من (٥٦,٣٦%) في عام ٢٠٠٠ الى (٣٢,٨٤%) عام ٢٠١٠ وبالتالي ادى ذلك الى زيادة الاستثمار الكلي ليصبح (٢٩٠٤,٨٢%) مليون دينار في عام ٢٠٠٥ . (زهران والعمايرة، ٢٠٠٩).

بقي الاستثمار الكلي في تزايد حيث بلغ (٣٥٩٠,٠٤) مليون دينار في عام ٢٠٠٩ بالرغم من الازمة الاقتصادية التي مر بها العالم في بداية عام ٢٠٠٨ وحتى نهاية ٢٠٠٩ ويعود ذلك الى السياسات المتبعة في زيادة الثقة في المناخ الاستثماري الاردني وانعكست بنتائج ايجابية على الاقتصاد الاردني.

(٣-٣) المناخ الاستثماري في الاردن :

المناخ الاستثماري هو :"مجمل الأوضاع والظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والمؤسسية والقانونية التي يمكن أن تؤثر على قرار الاستثمار وعلى فرص نجاح المشروع في دولة أو قطاع معين " (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، ٢٠١١)، وعرف Bryce المناخ بأنه "محاولات الدولة لجذب الاستثمارات الخاصة" كذلك عرف Nehrt المناخ بأنه "فلسفة الدولة تجاه الاستثمارات الأجنبية والقوانين واللوائح التي تؤثر في الاستثمار والاستقرار السياسي والاستقرار الاقتصادي "، هذا ونستطيع ان نلاحظ ان تعريف Bryce افضل من تعريف Nehrt كونه تعريفه اشمل حيث شمل كل من الاستثمار الخاص المحلي والاجنبي وكذلك اعتبر ان المناخ هو مناخ ارسال وليس استقبال (سلام، ٢٠٠٤).

(٣-٤) مكونات المناخ الاستثماري:

- **الاطار السياسي:**

الاطار السياسي بشكل عام ينظر في الاستثمارات الخاصة سواءاً المحلية او الاجنبية وما يؤثر في هذه الاستثمارات من مخاطر مثل الحروب والتأميم ونزع الملكية او المصادرة (عبدالخالق، ٢٠٠٨) بالاضافة الى القوانين والسياسات التي تضعها الدولة على الشركات مثل نقل راس المال الى الخارج او تحويل الارباح وكذلك القيود على التصدير والاستيراد (سلام، ٢٠٠٤).

حيث على الصعيد الداخلي في الاردن نجد ان الاردن قد حافظ على النمو الاقتصادي وبقائه الاقتصاد الاردني قوياً ومتيناً وذلك نتيجة السياسات وتعديل الدستور حيث عمل الاردن على تشكيل العديد من الحكومات والتي من خلالها استطاع الوصول الى الوفاق الوطني وتدعيم الجبهة الداخلية كما انه كان يتعامل مع كل ازمة اقتصادية بحكمة وايضاً عمل على بناء علاقات قوية مع دول الجوار مما ادى الى زيادة ثقة المستثمرين الاجانب في الاردن وكذلك استقطابهم لتحويل رؤوس الاموال الى الاردن وذلك ينعكس من خلال انشاء الاف الشركات في الاردن الاجنبية والعديد من المشاريع الاجنبية مما ادى الى حدوث ازدهار وتطور وفتح فرص عمل جديدة (مؤسسة تشجيع الاستثمار، ٢٠١٢).

حيث مرت الاردن بالعديد من النزاعات الاقليمية خلال فترة الدراسة مثل الاحتلال الاسرائيلي للاراضي اللبنانية عام ١٩٨٢ والتي انعكست على المنطقة بشكل سلبي، كما اثرت حرب الخليج في بداية التسعينات بشكل كبير على النمو الاقتصادي في الاردن حيث اثرت حرب الخليج بشكل كبير على الاردن لعودة العديد من المغتربين الاردنيين الى الاردن وتوقفت التحويلات الخارجية الى الاردن اضافة الى توقف المساعدات الخارجية، كما ادت الحروب الى اغلاق الاسواق المحيطة اي توقف الصادرات الاردنية الى تلك الاسواق كما يأتي لاحقاً الاحتلال الامريكي للعراق عام ٢٠٠٣.

الجدول رقم (١) :المرفق مكانة الاردن بين الدول من حيث الاستقرار والامن والامان (٢٠١٠ – ٢٠١١)

المؤشر	فاعلية خدمات	الكلف المترتبة	التكلفة المادية	مكافحة الجريمة

الدولة	الشرطة	على الأعمال نتيجة للجريمة وأعمال العنف	المترتبة على الأعمال نتيجة الإرهاب	المنظمة
الأردن	المرتبة ٢٤ عالمياً والمرتبة الرابعة بين دول الشرق الأوسط	المرتبة ٢١ عالمياً	المرتبة ٦٥ عالمياً	المرتبة ١٣ عالمياً والمرتبة الثالثة بين دول الشرق الأوسط
مصر	المرتبة ٨١ عالمياً	المرتبة ٩٧ عالمياً	المرتبة ١٣٢عالمياً	المرتبة ١٤ عالمياً
اسرائيل	المرتبة ٧٨ عالمياً	المرتبة ٤٤ عالمياً	المرتبة ١٠٥ عالمياً	المرتبة ٥٧ عالمياً
أمريكا	المرتبة ٢٦ عالمياً	المرتبة ٢٦ عالمياً	المرتبة ١٢٥ عالمياً	المرتبة ٨٦ عالمياً
بريطانيا	المرتبة ٣١ عالمياً	المرتبة ٥٥ عالمياً	المرتبة ٩٩ عالمياً	المرتبة ٣٩ عالمياً
الهند	المرتبة ٦٨ عالمياً	المرتبة ٦٧ عالمياً	المرتبة ١٢٧ عالمياً	المرتبة ٧٣ عالمياً
الصين	المرتبة ٥١ عالمياً	المرتبة ٤٧ عالمياً	المرتبة ٧٩ عالمياً	المرتبة ٧٦ عالمياً

المصدر : مؤسسة تشجيع الإستثمار الأردنية ، تقرير التنافسية العالمية ٢٠١٠-٢٠١١

الجدول رقم (٢) :مكانة الأردن في مؤشرات المخاطر القطرية لعام ٢٠١١

الدرجة / المؤشر	منخفضة جداً	منخفضة	معتدلة	مرتفعة	مرتفعة جداً

المؤشر المركب للمخاطر القطرية			✓		
مؤشر وكالة دان أند براد ستريت للمخاطر القطرية		✓			
مؤشر اليورومني للمخاطر القطرية			✓		
مؤشر الكوفاس للمخاطر القطرية		✓			

المصدر : التقرير السنوي لمناخ الاستثمار في الدول العربية الصادر عن المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وتأمين الصادرات،٢٠١١

من الرسم السابق (الجدول رقم ٢) مكانة الاردن في مؤشرات المخاطر القطرية حيث يوجد مقياس كمؤشر للمخاطر القطرية على اساس مجموعة من المحددات التي تؤثر في جلب الاستثمارات الاجنبية ومن اهم هذه المؤشرات مؤشر وكالة اند براند ستريت للمخاطر القطرية حيث يقيس هذا المؤشر الفرص الاستثمارية الضائعة والتبادل التجاري حيث يضم هذا المؤشر ١٧ دولة عربية من اصل ١٣٢ دولة في العالم، بالاضافة الى المؤشر المركب للمخاطر القطرية حيث يضم ١٨ دولة عربية من اصل ١٤٠ دولة في العالم.

- **الاطار التشريعي والقانوني:**

وهو عبارة عن القوانين والتشريعات والسياسات التي تتحكم في النشاط الاستثماري بطريقة مباشرة او غير مباشرة حيث تؤدي الى زيادة ضخ رؤوس الاموال الى الاردن او الحد منها بحيث تكون هذه التشريعات مرنة وتخلو من اي قيود من الممكن ان تعيق الاستثمارات الاجنبية (الحمارنة، ١٩٩٤) مثال ذلك قانون العمل حيث اذا كان قانون العمل يفرض على صاحب العمل بعض القوانين او التشريعات مثل مشاركة العمال صاحب العمل او حرية التشغيل او الطرد للعامل او الموظف فإن ذلك يؤثر سلباً على الاستثمار الخارجي وكذلك قوانين الضرائب حيث اذا كانت الضرائب عالية فإنها تعمل على تنفير المستثمرين حيث المطلوب هو الاعتدال في فرض الضرائب (الحص، ١٩٩٢)

اما على الجانب القانوني او القضائي فإن قوانين حماية المستثمر وسرعة البت في النزاعات القضائية يجعل المستثمر يشعر بالامان في الاستثمار في تلك البلد وخصوصاً سرعة اغلاق المستثمر لمشروعه وتصفية الاستثمار في حال تعرضه للخسارة او فشل المشروع (النجار، ١٩٩٢).

كما يوجد في الاردن العديد من القوانين التي تؤدي الى تشجيع الاستثمارات مثل قانون تشجيع الاستثمار لسنة ٢٠١٠ حيث يعتبر من انجح القوانين لجذب الاستثمارات الاجنبية إذ يعمل على منح الاعفاءات الضريبية بالاضافة الى الاعفاءات الجمركية للمشاريع الاستثمارية ضمن قطاع الصناعة والزراعة والفنادق والمستشفيات ومدن التسلية والترويج السياحي ومن اهم ما تضمنه هذا القانون اعفاء المشاريع من الرسوم والضرائب الجمركية على كافة الموجودات المستوردة وقطع الغيار للمشروع على ان لا تزيد قيمة هذه القطع عن ١٥% من قيمة الموجودات الثابتة كما عمل على اعفاء المشروع الاستثماري من ضريبتي الدخل والخدمات الاجتماعية لمدة عشر سنوات وبنسب تتراوح بين (٢٥% - ٧٥%) اما فيما يتعلق بالضمانات التي يقدمها هذا المشروع للمستثمر لضمان عدم المصادرة او التأميم على الاستثمارات او مايملكه في المشروع فقد اصدرت قانوناً ينص على انه يستطيع المستثمر غير الاردني اخراج راس المال الذي ادخله الى الاردن وما ينتج عنه من عوائد وارباح الى اي بلد اخر وتحويله الى اي عملة اخرى كما انه لا يمكن التأميم او مصادرة اي مشروع الا باستملاكه لمقتضيات المصلحة العامة شريطة دفع التعويض العادل للمستثمر (مؤسسة تشجيع الاستثمار، ٢٠١٢).

كما عمل الاردن العديد من الاتفاقيات العالمية التي تساعد في فتح العديد من الاسواق العالمية أمام الصادرات الاردنية، حيث تؤدي هذه الاتفاقيات الى زيادة الصادرات المعفاة من الجمارك وجذب الاستثمارات الخارجية وسهولة وسرعة نقل التكنولوجيا، مثل اتفاقية التجارة الحرة العربية التي تمت عام ١٩٩٨ وكانت مع ١٦ دولة عربية، فهي تعامل جميع منتجات الدول الاعضاء كأنها بضائع محلية بحيث تكون الضرائب والرسوم الجمركية اقل ١٠% سنوياً بحيث تصل الى منطقة تجارية حرة عام ٢٠٠٨ (التكريتي، ٢٠١١) وبعد ذلك جاء

انضمام الاردن الى منظمة التجارة العالمية حيث كان العضو ١٣٦ في سنة ٢٠٠٠ إذ تم العمل على استحداث الانظمة والقوانين في مجال الاستثمار (دقامسة، ٢٠٠٧).

- **الاطار الاقتصادي:**

المناخ الاقتصادي هو "الفلسفة التي تتخذها الدولة نحو الاستثمارات الأجنبية والخاصة، والعمل على جذبها وتوفير الظروف والتسهيلات الإقتصادية اللازمة " (سلام، ٢٠٠٤)، وبالتالي تلك السياسات جداً مهمة، حيث كلما كانت هذه السياسات واضحة وتعمل على زيادة الناتج المحلي وتعمل على تحسين معدلات النمو الاقتصادي هذا كله يؤدي الى زيادة ثقة المستثمر في البلد و تشجيعه على الاستثمار في البلد كما تراه الدولة من مشاريع تلبي حاجات الافراد في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

والذي يؤدي دوراً مهمً ايضاً في جلب الاستثمارات وهو وجود البنية التحتية الاساسية من كهرباء وماء ووسائل نقل وكذلك الاتصالات ووجود الايدي العاملة ذات الخبرة العالية والمدربة(الحمارنة، ١٩٩٤).

(٣-٥) اهم مؤشرات المناخ الاقتصادي:

مؤشر النمو الاقتصادي حيث يعتبر من اهم المؤشرات كونه يمثل العلاقة بين الطاقة الانتاجية المحلية ومستوى النشاط الاقتصادي (عبدالخالق، ٢٠٠٨).

- **البنية التحتية**

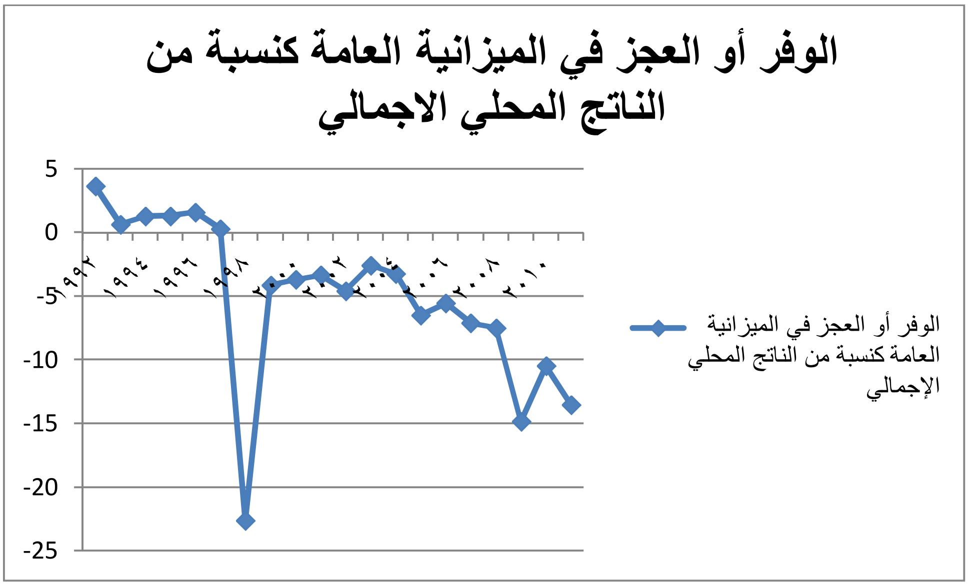
وهي تعتبر من اهم العوامل في جذب الاستثمار حيث اعطى الاردن اهتماماً كبيراً في انشاء الجامعات والمدارس لدعم سوق العمل بعمالة ماهرة ومدربة بالاضافة الى بناء المستشفيات والمراكز الصحية وكذلك انشاء العديد من شبكات الاتصالات (الزيود، ٢٠١٠) كما اهتم الاردن في توسيع وانشاء العديد من شبكات النقل لتضمن سهولة تنقل المواد الخام بين المدن او من المدن الى الاماكن التي يتم الاستثمار فيها ومن اهم الطرق طريق المطار وطريق العقبة للموانئ البحرية (زهران والعمايرة، ٢٠٠٩).

- **المؤشر المركب لمكون السياسات الاقتصادية لمناخ الاستثمار:**

هو عبارة عن مؤشر يقيس درجة تحسن او تراجع الاستثمار في الدولة ويشمل ثلاثة مؤشرات وهي :

١- مؤشر العجز في الميزانية العامة:

يعمل هذا المؤشر كملخص للسياسة المالية في الدولة حيث ان الاردن شهد عجزاً في الميزانية العامة وذلك يعود للعديد من الاسباب منها ارتفاع اسعار النفط (مع العلم بأن الحكومة تقوم بدعم اسعار النفط او المحروقات من الموازنة)، كما ساعد في زيادة العجز توقف المساعدات الخارجية كما يوضحه الشكل رقم ٢ ادناه.



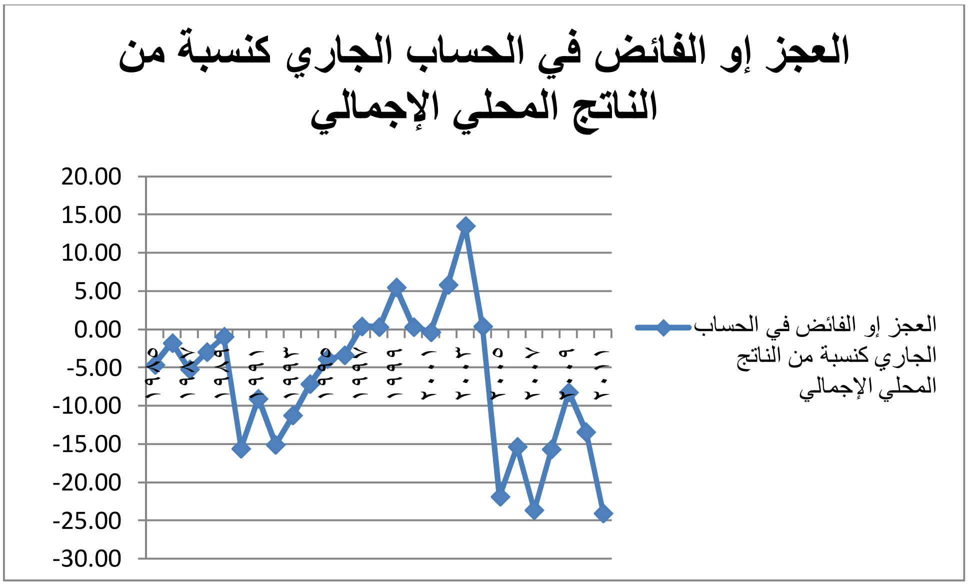
الشكل ٢. الوفر أو العجز في الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي للفترة (١٩٩٢-٢٠١١)

المصدر : دائرة الإحصاءات العامة ، التقرير السنوي ، أعداد مختلفة .

٢- مؤشر العجز في ميزان الحساب الجاري:

هذا المؤشر يدور بشكل عام حول سعر الصرف حيث ان جميع الدول تسعى الى تخفيض سعر صرف (هو عبارة عن سعر عملة دولة ما مقابل عملة دولة اخرى) عملتها لزيادة الصادرات وتحقيق الاستقرار الاقتصادي (سلام، ٢٠٠٤) حيث ان الارتفاع او الانخفاض بشكل سريع ومفاجئ لسعر الصرف يعرض المستثمر الى خسائر غير متوقعة لذا سيبحث المستثمر عن دولة سعر الصرف لعملتها مستقر عالمياً.

اما في الاردن فكان هنالك عجز في الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي بالرغم من تحوله الى فائض في بعض السنوات إذ وصل في عام ٢٠١١ كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي (٢٤,٠٥%) في ٢٠١١ في حين كانت هذه النسبة في عام ١٩٨٥ (٤,٥٩%)، هذا ونستطيع ان نرى ان عام ٢٠١١ قد شهد اعلى نسبة عجز على طول مدة فتر الدراسة وذلك بسبب ارتفاع اسعار السلع الاساسية في العالم ككل حيث ان الاردن يعتمد بشكل رئيسي على الاستيراد من الخارج للمواد الخام او السلع الاساسية مثل النفط، بالاضافة الى الانخفاض الكبير الذي حصل في احتياطيات الاردن من العملة الصعبة وذلك بسبب انخفاض التحويلات للعاملين بالخارج الى الاردن وكذلك انخفاض عوائد السياحة في الاردن بسبب الظروف السياسية السيئة في الدول المحيطة كما هو موضح في الشكل ٣.



الشكل ٣. الفائض أو العجز في الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي للفترة (١٩٨٥-٢٠١٣)

المصدر : دائرة الإحصاءات العامة ، التقرير السنوي ، أعداد مختلفة .

٣- مؤشر معدل التضخم:

يعدمؤشر التضخم مؤشراً مهمً للمناخ الاستثماري في الاردن حيث انه اذا كانت نسبة التضخم اكثر من ١٠% سنوياً في الدولة فإن المستثمر سوف

يبحث عن الاستثمارات ذات الاجل القصير كونه يصبح هنالك عدم ثقة في عملة الدولة التي يتم الاستثمار بها وبالتالي يبحث المستثمر عن عملة اجنبية للتبادلبدلاً من العملة المحلية (سلام، ٢٠٠٤).

معدل التضخم في الاردن ينمو مع معدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي بشكل مستمر حيث بلغ معدل التضخم (١٣,٩%) عام ٢٠٠٨ ويعود ذلك الى العديد من الاسباب منها رفع الدعم عن العديد من السلع الاساسية مثل المشتقات النفطية بالاضافة الى الارتفاع الكبير في سعر تلك المشتقات.

(٣-٦) معوقات الاستثمار في الاردن:

هناك العديد من المعوقات للاستثمار في الاردن والتي تنشأ على الاغلب بسبب سيطرة القطاع العام على العديد من الانشطة والمشاريع الاقتصادية وتتمثل في العديد من النقاط :

- شح الموارد الطبيعية ومنها الطاقة والمياه :

من حيث الموارد فإن الاردن يعاني من شح الموارد سواءاً موارد الطاقة وغيرها الامر الذييجعل سعر هذه الموارد مرتفعاً نسبياً مقارنة مع الدول الاخرى وهذا يؤدي الى خلق بيئة الاحتكار مثل الفوسفات والبوتاس وصناعة الاسمدة (طاقة واخرون، ٢٠٠٨) حيث ان تنوع المصادر الطبيعية وزيادة كمياتها تؤدي الى جلب الاستثمارات وتقليل الاحتكار كما يؤدي الى خفض الاسعار، اما بالنسبة للاردن حيث يستورد الطاقة من الخارج (٩٥%) من احتياجاته من الطاقة حيث بلغت كمية النفط التي تم استيرادها من الخارج في عام ٢٠١١ حوالي (٥٩٧٨) الف طن وبلغت كلفة الاستيراد الاجمالية في عام ٢٠١١ (٣٨٣٩) مليون دينار (وزارة الطاقة والثروة المعدنية، ٢٠١٢) اما بالنسبة للمياه فيعد الاردن من الدول الفقيرة في المياه وذلك بسبب النمو السكاني وارتفاع درجات الحرارة صيفاً وقلة الامطار في فصل الشتاء حيث تبلغ حصة الفرد من المياه (٥٠) متراً مكعباً سنوياً (الأمن الغذائي والتغير المناخي في المناطق الجافة، ٢٠١٠).

- الاستقرار السياسي :

اثر عدم الاستقرار في المنطقة الى ظهور العديد من التقلبات والاثار على الاستثمارات في الاردن وذهابها الى الخارج، حيث هروب الاستثمارات الى الخارج من منطلق السلامة قبل الربح او اهم من الربح.

- ضيق السوق المحلي :

حجم السوق هو من العوامل المهمة في اتخاذ القرار الاستثماري حيث انه عند اتخاذ اي قرار في الاستثمار يجب الرجوع الى حجم السوق هل يستوعب السوق حجم الانتاج الذي يحقق للمستثمر الربح المطلوب وخصوصاً في الاستثمارات او السلع التي تعتمد على الميزة النسبية في الانتاج؟ ولو نظرنا الى سوق الاردن فإننا نستطيع ان نراه سوقاً صغيراً ومحدوداً لذا يجب فتح اسواق جديدة امام السلع الجديدة ليتمكن المستثمر من تصريف كامل كميات الانتاج (طاقة واخرون، ٢٠٠٨) وعليه يجب على الحكومات ان تؤدي دوراً مهماً في عمل الاتفاقيات والمعاهدات مع الدول الاخرى لفتح اسواقها امام المنتجات الاردنية.

- نقص الايدي العاملة الماهرة :

حيث من الملاحظ ان العمالة الاردنية الماهرة والمدربة تستقطب من دول الجوار لذا يصبح هنالك عجز او نقص في الكوادر المدربة محلياً وعليه على الدولة القيام على انشاء برامج تدريبية مكثفة لسد النقص الموجود في السوق المحلي والمحافظة على مستويات الانتاج.

- مشكلة التمويل الاستثماري :

يعتبر التمويل الاستثماري امراً مهماً جداً كون تمويل الاستثمار يأتي من الادخار، واذا نظرنا الى مصدر الادخار نجده انه من الدخل الا أن الدخول في الاردن متدنية مما ينعكس على تدني الادخار لذا الادخار يكون متدني بحيث انه اذا اردنا الاستثمار سوف يتم التمويل من الاقتراض إما من السوق المحلي أو الأجنبي وبالتالي فإن تكلفة تلك الأموال تكون مرتفعة نسبياً مما يزيد من تكلفة الاستثمار.

- عدم دقة المعلومات ومصداقيتها يؤدي الى المخاطرة في الاستثمار ضمن المعلومات المتاحة.
- البيروقراطية : وهي " الإجراءات الروتينية التي يمر بها المشروع الاستثماري عند القيام به وهذه تكلف المستثمر الكثير من الوقت والجهد

للتنقل بين المؤسسات والدوائر المختلفة للحصول على ترخيص لإنشاء المشروع " (الحمارنة، ١٩٩٤) وهي تتمثل بمدى سيطرة القطاع العام على الاستثمارات و التي بدورها تعكس النمطية وكثرة الموافقات والتواقيع والاجراءات المعقدة والطويلة في الدولة، وبالرغم من القوانين والتشريعات الصادرة من الحكومة الأردنية لتشجيع الاستثمار إلا أنه ما زال هنالك بعض المعوقات والشكاوى من المستثمرين بسبب الإجراءات المعقدة لذلك يجب التعديل في الإجراءات والعمليات اللازم إجراؤها العميلة الاستثمار والسير في المعاملات (زهران والعمايرة، ٢٠٠٩).

الفصل الرابع

التحليل القياسي لأثر هامش نسبة الفائدة على الاستثمار

(٤-١) المقدمة

العديد من الدراسات السابقة قامت بدراسة اثر نسبة الفائدة على الاستثمار ولكن لم تأخذ بعين الاعتبار هامش نسبة الفائدة حيث تناولت العديد من الاختبارات و طرق التحليل القياسي المختلفة لمعرفة أثر نسبة الفائدة على الاستثمار، وذلك يعود لأهمية الاستثمار على النشاط الاقتصادي حيث من المهم دراسة المتغيرات التي من الممكن ان تؤثر على الاستثمار بشكل مباشر او غير مباشر حتى نتمكن من التحكم به بشكل افضل، حيث تم في هذه الدراسة اختبار ثلاثة متغيرات مستقلة الناتج المحلي الاجمالي والادخار و هامش معدل الفائدة.

(٤-٢) تعريف المتغيرات :

- هامش معدل الفائدة : هو عبارة عن الفرق بين نسبة الفائدة على الودائع ونسبة الفائدة على القروض ككل، ونسبة الفائدة على الودائع هو السعر الذي يدفعه البنك على ايداعات العملاء حسب مدة الايداع، ونسبة الفائدة على القروض هي تكلفة اقراض تلك النقود كون قيمتها تقل مع مرور الزمن بوجود التضخم، اما نسبة الفائدة بشكل اشمل هي عبارة عن العائد على راسمال المستثمر من خلال السعر الذي يحصل عليه العميل مقابل تنازله عن التصرف باموال لفترة زمنية محددة مسبقاً ، وكلما زادت المدة كلما زادت المخاطرة وارتفع معدل الفائدة، حيث يتم احتسابه منم خلال طرح نسبة الفائدة على الودائع لأجل من الفائدة على القروض ككل موضح كالتالي :

$$M= Rl - Rd$$

M: هامش معدل الفائدة

Rl: معدل الفائدة على القروض ككل

Rd: معدل الفائدة على الودائع

- الاستثمار : هو الانفاق على المشروعات الجديدة او القائمة من خلال زيادة الطاقة الانتاجية فيها (سلع رأسمالية) مثل شق الطرق الرئيسية او تمديد انابيب المياه او النفط وكذلك شراء الالات التي من خلالها يتم الانتاج.

(٤-٣) نموذج الدراسة:

تم الربط بين المتغيرات الاجرائية واضافة بعض المتغيرات الاخرى مثل الادخار والناتج المحلي الاجمالي الى الدراسة حيث تم دراسة اثر كل من الادخار والناتج المحلي الاجمالي وهامش معدل الفائدة على الاستثمار وذلك كمايلي:

$$\text{Ln } I = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln RGDP} + \beta_2 \text{Ln } S - \text{LN IRM} + e \;\ldots\ldots\ldots\; (1)$$

حيث ان :

I: هو عبارة عن الاستثمار في الاردن.

RGDP: هي عبارة عن الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الثابتة.

S: هو عبارة عن الادخار المحلي.

IRM: هو عبارة عن هامش نسبة الفائدة وهي الفرق بين نسبة الفائدة على القروض ككل ونسبة الفائدة على الودائع لأجل.

حيث من النموذج السابق يمكن قياس تأثير كل من الناتج المحلي الاجمالي والادخار وهامش نسبة الفائدة على الاستثمار ، والاختبار الذي سوف يستخدم مع هذا النموذج هو (VAR) وهو من الاختبارات التي تستخدم لمعرفة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية ولكن عندما تكون السلاسل الزمنية غير مستقرة ومتكاملة من نفس الدرجة فأنه من الممكن تحويل نموذج VAR غير المقيد الى نموذج VAR المقيد وهو المعروف باسم نموذج متجه تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model (VECM) حيث يقوم هذا النموذج بتقدير العلاقات الاقتصادية مع الاخذ بعين الاعتبار حد الخطأ وفترات الابطاء الزمني كذلك درجة تكامل المتغيرات، حيث المتغيرات لا تكون مستقرة في بعض الاحيان لكن تكون متكاملة وفي هذه الحالة يكون حد الخطأ معنوياً ويساعد في تفسير التغيرات في المتغيرات ويشير الى وجود علاقة سببية طويلة الاجل حيث ان من المبررات لاستخدام هذا النموذج هو أن العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية غالباً لاتكون مستقرة في حين تكون متكاملة (الحسامي، ٢٠١٠)

(Hansen & Johansen، 1998) :

$$\Delta Y_t = \Omega\, Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \varphi \Delta\, Y_{t-1} + \beta X_t + U_t \quad \ldots\ldots\ldots\; (2)$$

حيث أن :

$$\Omega = \sum_{i=1}^{p} A_i - I \qquad \text{..........................(3)}$$

$$\varphi = -\sum_{j=i+1}^{P} A_j \qquad \text{........................ (4)}$$

حيث :

Δ : تمثل الفروق الأولى للمتغيرات غيرالساكنة.

φ:مصفوفة معاملات المتغيرات التباطؤية غير المستقرة .

B : مصفوفة معاملات المتغيرات الخارجية (Exogenouse Variables).

Ω : تمثل مصفوفة المعاملات للمتغيرات السابقة ، لكن كمستويات مبطأة لفترة واحدة، كما يتم تحديد رتبة المصفوفة اعتماداً على عدد العلاقات التكاملية بين المتغيرات والتي يرمز لها بالرمز r.

A : تمثل مصفوفة المعاملات وابعادها K*K

في الاجل الطويل يؤول حد التكامل المشترك الى الصفر والمعروف باسم حد تصحيح الخطأ ولكن اذا انحرفت هذه المتغيرات عن التوازن سوف لن يساوي صفر وبالتالي كل متغير من المتغيرات الداخلية غير المستقرة سوف تتكيف وتتعدل لتجقق علاقة التوازن بشكل جزئي حيث ان الانحراف على الاجل الطويل يتم تعديله تدريجياً على المدى الطويل .

جاء العالمان انجل وجرانجر بمنهجية تعد من افضل المنهجيات لاختبار التكامل المشترك حيث تقوم المنهجية على اختبار الفرض الصفري " بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات" حيث يمكن ذلك من خلال طريقة المربعات الصغرى وبقياس انحدار متغير على الاخر ومن ثم اختبار جذر الوحدة حيث اذا كانت البواقي غير مستقرة فنقبل الفرض الصفري والعكس الصحيح في حال ان المتغيرات مستقرة وبالاضافة الى ذلك بأن هذه المنهجية يمكن من خلالها اكتشاف السببية كما يمكن من خلال VECM اكتشاف قنوات اضافية من خلال التكامل المشترك (الهزايمة، ٢٠٠٩).

(٤-4) الاختبارات القياسية المستخدمة في الدراسة

تم عمل العديد من الاختبارات التشخيصية للبيانات والتي تشمل كل من الاستقرارية في السلاسل الزمنية بالاضافة الى التكامل المشترك والسببية لمعرفة اتجاه التأثير بين المتغيرات كما قمنا بمعرفة عدد فترات التباطؤ الزمني الامثل.

- **اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)**

من المهم معرفة مدى استقرارية السلاسل الزمنية المستخدمة بشكل عام في الاقتصاد وبشكل خاص في تحليل السلاسل الزمنية وبذلك تكون نتائج الدراسات التي يوجد استقرار او تكون سلاسلها الزمنية ساكنة غير موثوقة مثل السلاسل الزمنية الغير ساكنة حيث من الممكن ان تكون النتائج زائفة حيث ان السلاسل المستقرة هي تلك السلاسل التي تتميز بكل من وسطها وتباينها وتغايرها ولكي تكون مستقرة لا بد ان تتوفر الشروط التالية (Greene، ٢٠٠٣):

١. القيمة المتوقعة للسلسلة الزمنية Y_tهي قيمة ثابتة عبر الزمن .

$$E(Y_t) = M \quad \text{...(٥)}$$

حيث M قيمة ثابتة .

٢. تباين السلسلة الزمنية Y_t هي قيمة ثابتة .

$$Var(Y_t) = E\{Y_t - E(Y_t)\}^2 \quad \text{....................................(٦)}$$

$$Var(Y_t) = E(Y_t - M)^2 = \sigma^2 \quad \text{.................................... (٧)}$$

٣. تغاير السلسلة الزمنية Y_t (Covariance) هو قيمة ثابتة .

$$\gamma_k = cov(Y_t, Y_{t+k}) = E\{(Y_t - M)(Y_{t+k} - M)\} \quad \text{...............(٨)}$$

حيث أن :

γ_k: التغاير (التباين المشترك).

K : الفرق الزمني .

إن المعادلات اعلاه توضح ان التباين المشترك للسلاسل الزمنية يعتمد على فرق الزمن فقط، بحيث ان اي فرق زمني بين اي فترتين هو مقدار ثابت عبر الزمن، وبذلك نستنتنج بأن السلاسل الزمنية ممكن ان توصف بأنها غير مستقرة اذا كان احد هذه العناصر غير ثابت وبالتالي هذا يوصلنا الى أن النتيجة التي نحصل عليها من الانحدار تكون غالباً زائفة وغير صحيحة وهو مايسمى بالانحدار الوهمي (Spurious Regression) بالرغم من ان نتيجة R2 يمكن أن تكون عالية حيث في هذه الحالة يكون عامل الاتجاه نحو التزايد او التناقص وهو الذي يسبب هذه النتيجة والتي بدورها تؤثر على جميع المتغيرات اما نحو التزايد او التناقص او اتجاهات متعاكسة وبالتالي هذا يقودنا بالضرورة الى ان نقوم بتحليل السلاسل الزمنية والتأكد من استقرار تلك السلاسل او عدمه.

من اكثر الاختبارات المستخدمة في قياس الاستقرار او عدمه هو اختبار ديكي فولر (Dicky Fuller Test) حيث يقوم النموذج على الافتراض التالي:

$$\Delta Y_t = B_1 + \delta Y_{t-1} + U_t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (٩)$$

يتم اختبار فرض العدم والذي يفترض وجود جذر الوحدة في السلسلة اي انها غير ساكنة وفي المقابل يوجد الفرض البديل.

;$(H_1 : \delta < 0)(H_0 : \delta = 0)$ (Null Hypothesis)

اذا كانت δ اقل من الصفر اي معنوية فاننا نقبل الفرض البديل اي لاوجود لجذر الوحدة اي ان المتغير ساكن (Stationary).

اذا قمنا باضافة متغير الزمن الى المعادلة السابقة فيصبح اسمه اختبار ديكي فولر الموسع فيصبح كالتالي (Enders، 1995):

$$\Delta Y_t = B_1 + B_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{m} \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_i \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (١٠)$$

- **اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني (The Lag-Length Selection)**

يوجد العديد من الاختبارات لفترات التباطؤ الزمني والتي من اهمها : معيار ايك (AIC) ومعيار شوارتر (SIC) حيث تم اعتماد اقل قيمة لكل معيار للحصول على افضل فترة تباطؤ زمني.

- **اختبار التكامل المشترك (Cointegration Test)**

كيف يمكن معرفة اذا ما كان هنالك علاقة مستقرة بين المتغيرات في الاجل الطويل او ما يسمى بالتكامل المشترك حيث في هذه الحالة تكون البيانات متكاملة من الدرجة الاولى بالرغم من انها غير مستقرة حيث يفترض اختبار التكامل المشترك بوجود r او اقل من اتجاهات التكامل المشترك ولمعرفة هذه الاتجاهات سيتم العمل بهذه الاختبارات (Hansen & Johansen، ١٩٩٨):

Trace Test

$$\lambda_{Trace}(r)=-T \sum_{i=r+1}^{p}(1-\lambda_r)\text{...........}(11)$$

Maximal Eigenvalue

$$\lambda_{max}(r, r+1)=-T \ln(1-\lambda_{r+1})\text{...............}(12)$$

- **اختبار السببية (The Causality Test):**

السببية هي "المتغير X يسبب المتغير Y إذا كان التباطؤ الزمني للمتغير X يملك طاقة تنبؤية إضافية على المتغير Y عند إضافة التباطؤ الزمني للمتغير X إلى التباطؤ الزمني لقيم Y نفسه " .

يتم استخدام اختبار جرينجر للسببية لتحديد اتجاه السببية (Granger Causality Test)، حسب النماذج التالية :

$$Y_{t,j} = [GDP_{t,j} \ , \ TI_{t,j}]$$

$$TI_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha_i TI_{t-1,j} + \sum_{i=1}^{q} B_i \, GDP_{t-i,j} + U_t$$

$$= \sum_{i=1}^{p} \alpha_i GDPI_{t-1,j} + \sum_{i=1}^{q} B_i \ TI_{t-i,j} + U_t$$

$$H_0 = B_1 = B_2 = B_3 = \text{.......................} = B_P = 0$$

$$H_1 \neq B_1 = B_2 \neq B_3 \neq \text{.......................} \neq B_P \neq 0$$

ويتم استخدام اختبار F لاختبار الفرضية الصفرية كالتالي :

$$F = \frac{(RSS_R - RSS_{UR}) / Q}{RSS_{UR}/(N-M)} \quad , \quad F_{Q,(N-M)}$$

حيث :

RSS : مجموع مربعات الانحرافات غير المفسرة.

Q : عدد المعلمات التي تم تقييدها في الانحدار المقيد مقارنة مع الانحدار غير المقيد.

M : عدد المعلمات في الانحدار غير المقيد.

N : عدد المشاهدات.

RSS_{UR} : مجموع مربعات البواقي في الانحدار غير المقيد Unrestricted Regression

RSS_R : مجموع مربعات البواقي في الانحدار المقيد Restricted Regression، الّذي يفترض أن كل من ($B_1, B_2, B_3, \ldots\ldots\ldots, B_P$) تساوي صفر.

(٤-٤) نتائج الاختبارات القياسية

لقد تم تطبيق الاختبارات السابقة على متغيرات الدراسة، وفيما يلي نتائج الاختبارات القياسية التي تم الحصول عليها :

- **اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test)**

تعتبر اختبارات مدى استقرارية السلسلة الزمنية من أولى الخطوات التي ينبغي القيام بها للتأكد فيما اذا كانت السلاسل الزمنية ساكنة، أي ساكنة عند المستوى وتكون في هذه الحالة متكاملة من الدرجة (0)I، أو ساكنة عند الفرق الأول، أي متكاملة من الدرجة (1)I، أو ساكنة عند الفرق الثاني، أي متكاملة من الدرجة (2)I عند احتمالية اقل من (٥%)، إذ أن الفرضية الصفرية تفترض عدم الاستقرار. وبناءً على ذلك فقد تم استخدام اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)، ويتضمن الاختبار وجود كل من المقطع (Intercept) واتجاه الزمن (Trend). ويبين الجدول رقم (٣)، نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) :

الجدول رقم (٣): نتائج اختبار ديكيفولر الموسع (ADF)

Augmented Dickey-Fuller Test						
Variables			LN(I)	LN(RGDP)	LN(S)	LN(IRM)
Level	Intercept	ADF	-٠,٦٠٦	١,٢٣٧	٢,٢٩١-	-٢,٦٥٨
		Prob.	٠,٨٥٢	٠,٩٩٨	٠,١٨٢	٠,٠٩٧
	Trend & Intercept	ADF	-١,٧١٩	-١,٧١٩	٢,٣٧٦-	-٣,٢١٧
		Prob.	٠,٧١٢	٠,٧١٢	٠,٣٨٢	٠,١٠٨
1st differ.	Intercept	ADF	-٤,١٩٠	-٣,٣٦٧	-٤,٤٩٣	-٢,٣٦٥
		Prob.	٠,٠٠٤	٠,٠٢٣	٠,٠٠٢	٠,١٦٣
	Trend & Intercept	ADF	-٤,١١١	-٤,١٥٨	-٤,٤١٠	-٢,٥٠٠
		Prob.	0.018	٠,٠١٨	٠,٠١٠	٠,٣٢٤
Integrated						
			LN(I)	LN(RGDP)	LN(S)	LN(IRM)
Intercept			I(1)	I(1)	I(1)	I(1)
Trend & Intercept			I(1)	I(1)	I(1)	I(1)

تشير نتائج اختبار جذر الوحدة لسكون السلاسل الزمنية باستخدام اختبار ديكي فولرالموسع إلى أن المتغيرات LN(I) و LN(RGDP) و LN(S) وLN(IRM) غير ساكنة بمستوياتها عند المقطع (Intercept) واتجاه الزمن (Trend)، حيث أن جميع القيم المقدرة لقيم (t-Statistic) باستخدام اختبار ديكي فولرالموسع ADF اقل من القيم الجدولية عند المقطع (Intercept)، وبالتالي سيتم قبول فرضية العدم

بعدم سكون جميع المتغيرات بمستوياتها عند المقطع (Intercept)، وعند أخذ الفرق الأول لهذه المتغيرات، تعتبر جميعها مستقرة من الدرجة الأولى (1)Iعند المقطع (Intercept) واتجاه الزمن (Trend) بلا استثناء عند احتمالية اقل من (٥%)، مما يعني ذلك رفض فرضية العدم القائلة بعدم سكون المتغيرات عند الفرق الأول، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن جميع المتغيرات ساكنة عند الفرق الأول عند احتمالية اقل من (٥%).

- **الاختبارات التشخيصية:**

يتم إجراء الاختبارات التشخيصية (Diagnostic tests) لغايات التأكد من جودة النموذج المستخدم للتحليل وخلوه بشكل كامل من المشاكل القياسية، ويبين الجدول رقم (٤) نتائج هذه الاختبارات وفقاً لاختبار Lagrange multipliers statistics (LM).

الجدول رقم (٤): نتائج الاختبارات التشخيصية (Diagnostic tests)

Lagrange multipliers statistics					
Heteroskedasticity Test		Normality test		Serial Correlation Test	
Chi-square	Prob.	Jarque-bera	Prob.	Chi-square	Prob.
0.936	0.440	1.560	0.458	13.563	0.000

يلاحظ من الجدول أن القيمة الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي للبواقي Normality of Residuals test بلغت حوالي (٠,٤٥٨) إذ تشير إلى عدم معنوية الاختبار، مما يعني قبول فرضية العدم التي تنص على أن بواقي النموذج موزعة توزيعاً طبيعياً.

أما فيما يتعلق باختبار عدم تجانس تباين الخطأ العشوائي Heteroskedasticity Test، فقد بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار حوالي (٠,٤٤٠) وهي غير معنوية، مما يشير ذلك الى عدم رفض فرضية العدم بعدم تجانس تباين الخطأ العشوائي.

أما فيما يتعلق باختبار الارتباط التسلسلي Serial Correlation Test بين الأخطاء العشوائية، فأظهرت نتائج التقدير أن القيمة الاحتماليةللاختبار بلغت حوالي (٠,٠٠١) وهي معنوية، ويشير ذلك إلى وجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء، وبالتالي سيتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود

مشكلة ارتباط تسلسلي بين الأخطاء العشوائية، ولمعالجة هذا المشكلة تم الاعتماد على خصائص نماذج السلاسل الزمنية في التقدير لمعلمات نماذج الانحدار التسلسلي (AR(1، وبإجراء اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية Serial Correlation Test بعد أن تم معالجة المشكلة بإضافة (AR(1 للنموذج، فقد بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار حوالي (٠,٣٨٨٩)، وبالتالي يشير ذلك إلى عدم وجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء، وبالتالي فأنه سيتم قبول فرضية العدم القائلة بعدم بوجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء العشوائية عند احتمالية أكبر من (٥%).

- **اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection the lag – length)**

تم إجراء اختبار طول الفترة لمعرفة الفترة الزمنية الأنسب للتقديرمن خلال معيار شوارتز (Schwarz information criterion)، إذ يتم اختيار اقل قيمة لكل لمعيار شوارتز(SC) والتي يقابلها التباطؤ الأمثل. ويلاحظ من خلال نتائج الاختبار أن ادنى قيمة لمعيار شوارتز(SC) هي عند تباطؤ زمني يساوي (١)، ويبين الجدول رقم (٥) نتائج اختيار العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني (VAR Lag Order Selection Criteria).

الجدول رقم (٥) :نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني (VAR Lag Order Selection Criteria)

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-135.4501	NA	0.071662	8.715630	8.898847	8.776361
1	-20.55480	193.8858*	0.000150*	2.534675*	3.450760*	2.838331*
2	-6.510407	20.18882	0.000178	2.656900	4.305853	3.203482

*. تشير إلى فترة التباطؤ الزمني الأمثل.

- **اختبار التكامل المشترك (Cointegration Test)**

يعد اختبار التكامل المشترك مهم لغايات بيان وجود علاقة طويلة الأمد بين المتغيرات، حيث يبين التكامل المشترك العلاقة بين المتغيرات الغير مستقرة، حيث تكون العلاقة بين المتغيرات مستقرة بحيث يكون لهم نفس طول الموجة ويتحركان مع بعضهم البعض في الأجل الطويل، وبالتالي يشير ذلك الى أن العلاقة بينهم تكاملية، ولوجود التكامل المشترك

بين المتغيرات يجب أن يكون هنالك متجه تكاملي واحد على الأقل بين المغيرات.

لقد أظهرت نتائج سكون السلسلة الزمنية إلى أن متغيرات النموذج LN(I) و LN(RGDP) و LN(S) وLN(M) ساكنة عند الفرق الأول (عند المقطع (Intercept) واتجاه الزمن (Trend) عند احتمالية اقل من (٥%)، إي أنها متكاملة من الدرجة (I(1، وهذا يشير إلى أن هنالك أمكانية لوجود تكامل مشترك بين تلك المتغيرات ينتج عنه علاقة طويلة الأجل، ومن اجل الكشف عن وجود هذا التكامل تم استخدام اختبار (Johansen) للتكامل المشترك، ويوضح الجدول (٦) نتائج اختبار الجذر الكامن (λ_{max}) Maximum Eigenvalues Test واختبار الأثر (λ_{trace}) TraceTest لبيان وجود علاقات طويلة الأجل، حيث يتم اختبار فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود متجه تكاملي بين تلك المتغيرات، و لتحديد المتجهات التي تمثل علاقة تكامل مشترك، يجب أن تكون ذات دلالة إحصائية معنوية عند احتمالية اقل من (٥%).

الجدول رقم (٦): نتائج اختبار التكامل المشترك لمتغيرات النموذج

Hypothesized	Trace Test		Max-Eigen Test	
	Trace Statistic	Critical Value 5%	Max-Eigen Statistic	Critical Value 5%
* None	62.86853	54.07904	32.14319	28.58808
At most 1	30.72533	35.19275	16.12191	22.29962
At most 2	14.60343	20.26184	9.047254	15.89210
At most 3	5.556174	9.164546	5.556174	9.164546

*. رفض فرضية عدم التكامل عند مستوى معنوية ٥%.

وتشير نتائج اختبار (Johansen) للتكامل المشترك لمتغيرات النموذج، إلى وجود متجه تكاملي واحد على الأقل بين تلك المتغيرات، إذ تم رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية ٥%، مما يعني ذلك وجود علاقة طويلة الأجل في النموذج، وبالتالي سيتم بيان العلاقة السببية في الأجل القصير والطويل باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)، ومن ثم تقدير اختبارجرانجيرللسببية (Granger's Causality Test).

- **العلاقة السببية في الأجل الطويل والقصير باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)**

أظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك بوجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، ولذلك سيتم توضيح طبيعة العلاقة من خلال نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)، ويبين تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) على وجود علاقة سببية في الأجل الطويل وفي الأجل القصير، حيث أن العلاقة السببية في الأجل الطويل يتم إيجادها خلال اختبار معنوية اختبار t-statistic والذي يبين القيمة التباطئية لفترة واحدة لحد تصحيح الخطأ Error Correction Terms (ECT) للعلاقة في الأجل الطويل، حيث تصبح معنوية إذا كانت القيمة الإحصائية المحسوبة لاختبار t-statistic أكبرمن القيمة الإحصائية المجدولة لاختبار t-statistic، بينما يتم تحديد العلاقة السببية في الأجل القصير من خلال معنوية اختبار F-statistic للمتغيرات التفسيرية في الفرق الأول من أجل بيان العلاقة في الأجل القصير، حيث تصبح معنوية إذا كانت القيمة الإحصائية المحسوبة لاختبار f-statistic أكبر من القيمة الإحصائية المجدولة لاختبار f-statistic، فإننا سوف نرفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود علاقة سببية في المدى القصير، وبالتالي يعتمد نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) على تقدير المعادلتين التاليتين :

$$\Delta\, ln(I)_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^{n} \alpha_j\, \Delta\, ln(I)_{t-i} + \sum_{i=0}^{m} \alpha_i\, \Delta X_{t-1} + \psi_1 ECT_1 + U_t \qquad \dots\dots\dots (1)$$

$$\Delta X_t = B_0 + \sum_{i=1}^{m} B_i \, \Delta X_{t-i} + \sum_{j=0}^{n} \theta_j \, \Delta \, ln(I)_{t-j} + \psi_2 ECT_2 + V_t \quad \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:

$\Delta \, ln(I)_t$:تمثل تغير اللوغاريتم الطبيعي للاستثمار.

ΔX_t : تمثل تغير اللوغاريتم الطبيعي للمتغيرات التفسيرية في النموذج المستخدم وهي الادخار المحلي (*S*) وهامش سعر الفائدة (*IRM*) والناتج المحلي الحقيقي (*RGDP*).

ECT_2و ECT_1: تمثل حد تصحيح الخطأ ويمثل سرعة تعديل الاختلالات في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل طويل، فإذا كانت معنوية فإن ذلك يدل على وجود علاقة سببية في الأجل الطويل. ويساهم معامل حد تصحيح الخطأ في تحديد اتجاه العلاقة، فإذا كانت قيم (ψ_2 و ψ_2) معنوية في المعادلتين، فأن ذلك يشير إلى وجود علاقة سببية في اتجاهين من $(I)_t$ إلى X_t وبالعكس، أمام اذا كانت أحداهما معنوية فقط، فيشير ذلك إلى أن هنالك علاقة سببية في أتجاه واحد . وتشير القيم التباطئية في المعادلة رقم (١) و (٢) للمتغيرات التفسيرية في النموذج و العلاقة السببية في الأجل القصير، فإذا كانت α_0 في المعادلة رقم (١) معنوية باستخدام اختبار F فهذا يعني أن المتغيرات التفسيريةX_t تسبب $(I)_t$، في حين إذا كانت θ_j في المعادلة رقم (٢) معنوية باستخدام اختبار F فهذا يعني أن $(I)_t$ تسبب المتغيرات التفسيرية X_t. ويبن الجدول رقم (٨) نتائج تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) في الأجل الطويل وذلك بالاعتماد على فترة تباطؤ زمني تساوي (١).

الجدول رقم (٧): نتائج تقدير العلاقة السببية في الأجل الطويل باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

Vector Error Correction Estimates	
Sample (adjusted): 1982 2013	
Included observations: 32 after adjustments	
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]	
CointegratingEq:	CointEq1
LN_I(-1)	1.000000
LN_RGDP(-1)	1.013293 (0.93110) [11.12296]
LN_IRM(-1)	-1.966890 (0.44047) [-4.46544]
LN_S(-1)	0.115978 (0.03403) [-3.40813]
C	3.629501

يلاحظ من الجدول رقم (٧) أن معاملات المتغيرات *ln(RGDP)* و*ln(IRM)* و *ln(S)* معنوية في الأجل الطويل عند مستوى معنوية ٥%، حيث أن القيمة الإحصائية لاختبار *t* سالبة ومعنوية للمتغير *ln(RGDP)* وبلغت قيمتها المحسوبة حوالي (١١,١٢٢٩٦) وهي اكبر من القيمة الجدولية، ويشير ذلك إلى وجود علاقة سببية تنطلق من الناتج المحلي الحقيقي إلى الاستثمار في الأجل الطويل مما يعني ذلك أن أثر الناتج المحلي الحقيقي إيجابي على الاستثمار ويساعد في تفسير التغيرات في الاستثمار، في حين أن القيمة الإحصائية لاختبار *t* سالبه ومعنوية للمتغير *ln(IRM)* وبلغت قيمتها المحسوبة حوالي (-٤,٤٦٥٤٤) وهي اكبر من القيمة الجدولية، ويشير ذلك إلى وجود علاقة سببية تنطلق من هامش سعر الفائدة إلى الاستثمار في الأجل الطويل مما يعني ذلك أن أثر هامش سعر الفائدة سلبي على الاستثمار ويساعد في تفسير التغيرات في الاستثمار. بينما يلاحظ أن القيمة الإحصائية لاختبار *t*موجبة ومعنوية للمتغير *ln(S)* وبلغت قيمتها المحسوبة حوالي (٣,٤٠٨١٣) وهي اكبر من القيمة الجدولية، ويشير ذلك إلى وجود علاقة سببية تنطلق من الادخار إلى الاستثمار في الأجل الطويل مما يعني ذلك أن أثر الادخار المحلي إيجابي على الاستثمار

ويساعد في تفسير التغيرات في الاستثمار. ويمكن كتابة المتجه التكاملي في شكل معادلة تبين العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات في النموذج:

$$Ln(I) = 3.630 + 1١.١٢٣Ln(RGDP) - 1.967ln(IRM) + 0.116ln(S)$$
$$(0.93110)(0.44047)\ \ (0.03403)$$

وتبين لنا من خلال المعادلة أنه عند زيادة الناتج المحلي الحقيقي بمقدار (١%) تؤدي إلى زيادة الاستثمار بمقدار (11.123) وزيادة الادخار المحلي بمقدار(١%) تؤدي إلى زيادة الاستثمار بـ (٠,١١٦)، أما بالنسبة لهامش سعر الفائدة فله أثر سلبي على الاستثمار في الأجل الطويل، حيث أن زيادة هامش سعر الفائدة بمقدار (١%) تؤدي إلى انخفاض الاستثمار بـ (1.967).

أما فيما يتعلق بترابط العلاقة على المدى القصير، فقد أشارت النتائج إلى أن حد معامل تصحيح الخطأ (Error Correction Term) للمتغيرln(I) يساوي (٠,٠٨٧٤٤٨-) وهي سالبة ومعنوية وذلك من خلال معنوية القيمة الإحصائية لاختبار T ، وهذا يدل على وجود علاقة سببية في الأجل القصير تتجه من المتغيرات (ln(RGDP و(ln(IRM و (ln(S إلى الاستثمار (ln(I، وبالتالي فإن المتغير (ln(I يحتاج إلى (٨,٧٥%) من السنة القادمة لكي يعود إلى التوزان، أما أتجاه السببية من المتغير (ln(I إلى باقي المتغيرات فيتم تحديده من خلال معامل تصحيح الخطأ المتعلق بكل متغير(ln(RGDP و(ln(IRM و (ln(S على حدا سواء كما هو مبين في الجدول رقم (٨).

الجدول رقم (٨): نتائج تقدير العلاقة السببية في الأجل القصير باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

Error Correction:	D(LNI)
ECT	-٠,٠٨٧٤٤٨
Standard errors	(٠,٠٣١٦٤)
t-statistics	[-٢,٧٦٤١٢]

R-squared	0.386577
Adj. R-squared	0.163514
F-statistic	1.733042

- **اختبار جرانجير للسببية (Granger's Causality Test)**

يعتبر اختبار جرانجر من أكثر الاختبارات المستخدمة لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات، إذ يعتمد بشكل رئيسي على اختبار F-statistic، ولإجراء هذا الاختبار يجب تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني، وتم إجراء هذه الاختبار في السابق حيث بلغت قيمة عدد فترات التباطؤ الزمني بمقدار (١) فترة حسب معيار شوارتز(Schwarz information criterion)، ومن الجدير بالذكر أن هنالك ثلاث حالات للسببية، فإما أن تكون العلاقة السببية أحادية الاتجاه، أو علاقة سببية متبادلة، أو أن يكون أن هنالك استقلالية للمتغيرات، ولا يوجد علاقة سببية بينهم، ويبين الجدول رقم (٩) نتائج تطبيق اختبار جرانجير للسببية، إذ تم الحكم على نتائج الاختبار من خلال القيمة الاحتمالية، فاذا كانت القيمة الاحتمالية أكبر من ٥% فهذا يعني أننا سوف نقبل فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات.

الجدول رقم (٩): نتائج تطبيق اختبار جرانجيرللسببية (Granger's Causality Test)

Trend Causality	Lag	F-Statistic	.Prob	Decision
LN(IRM) → LN(I)	١	٦,١١٠٤٤	٠,٠١٩٣	Yes*
LN(I) → LN(IRM)	١	٠,١١٠٤٩	٠,٧٤١٩	No
LN(RGDP) → LN(I)	١	٤,٩٥١٥٣	٠,٠٣٣٧	Yes*
LN(I) → LN(RGDP)	١	٠,١٠٦٥٢	٠,٧٤٦٤	No
LN(S) → LN(I)	١	٠,٢٣٧٣٧	٠,٦٢٩٧	No
LN(I) → LN(S)	١	٠,٠٦٨٤٠	٠,٧٩٥٥	No
LN(RGDP) → LN(IRM)	١	١,١٣٥٧٢	٠,٢٩٥١	No

LN(IRM) → LN(RGDP)	١	٥,٩١٧٠١	٠,٠٢١٢	Yes*
LN(S) → LN(IRM)	١	١,٧٨٣٧٣	٠,١٩١٧	No
LN(IRM) → LN(S)	١	٠,٦٥٠٧٣	٠,٤٢٦٢	No
LN(S) → LN(RGDP)	١	٠,٠٣٨٦٧	٠,٨٤٥٤	No
LN(RGDP) → LN(S)	١	٠,٥١٧٥٠	٠,٤٧٧٥	No

مستوى معنوية ٥%.

يلاحظ من الجدول أن نتائج اختبار جرانجير للسببية أظهرت بوجود ما يلي:

١- هنالك علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين هامش سعر الفائدة (ln(IRM و الاستثمار (ln(I، وذلك لان القيم الاحتمالية في العلاقة بين المتغيرين حسب اختبار F-Statistic أقل من ٥%، لذلك تم رفض فرضية العدم بعدم وجود علاقة سببية بين هذه المتغيرات، وبالتالي فأن زيادة هامش سعر الفائدة تؤدي إلى زيادة في الاستثمار وهذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة التي تمت في عام ٢٠٠٩ على دولة الناميبية تقع في قارة افريقيا بعنوان FACTORS INFLUENCING INVESTMENT (٢٠٠٩ ، FESTUS NATANGWE NGHIFENW) حيث اوجدت الدراسة بأن سعر الفائدة له اثر ايجابي على الاستثمار في عينة استخدمت من (١٩٩٠- ٢٠٠٦) حيث درسة اثر كل من سعر الفائدة والناتج المحلي الاجمالي والادخار على الاستثمار.

٢- هنالك علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين هامش سعر الفائدة (ln(RGDP و الاستثمار (ln(I ، وذلك لان القيم الاحتمالية في العلاقة بين المتغيرين حسب اختبار F-Statistic أقل من ٥%، لذلك تم رفض فرضية العدم بعدم وجود علاقة سببية بين هذه المتغيرات، وبالتالي فأن زيادة هامش سعر الفائدة تؤدي إلى زيادة في الاستثماروهذه النتيجة تتفق مع النظرية الاقتصادية.

٣- هنالك علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين هامش نسبة الفائدة (ln(IRM والناتج المحلي الحقيقي (ln(RGDP، وذلك لان القيم الاحتمالية في العلاقة بين المتغيرين حسب اختبار F-Statistic أقل من ٥%، لذلك تم رفض فرضية العدم بعدم وجود علاقة سببية بين هذه المتغيرات،وبالتالي فأن زيادة هامش نسبة الفائدة تؤدي إلى زيادة في الناتج المحلي الحقيقيوهذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة في تمت في عام ٢٠٠٠Tricia Elaine Coxwell بعنوان

An Empirical Investigations of the relationships between Money, Interest Rate, Investment and output

حيث من الواضح ان اثر معدل الفائدة هو نفس اثر هامش معدل الفائدة حيث يكون اثره ايجابي على الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي.

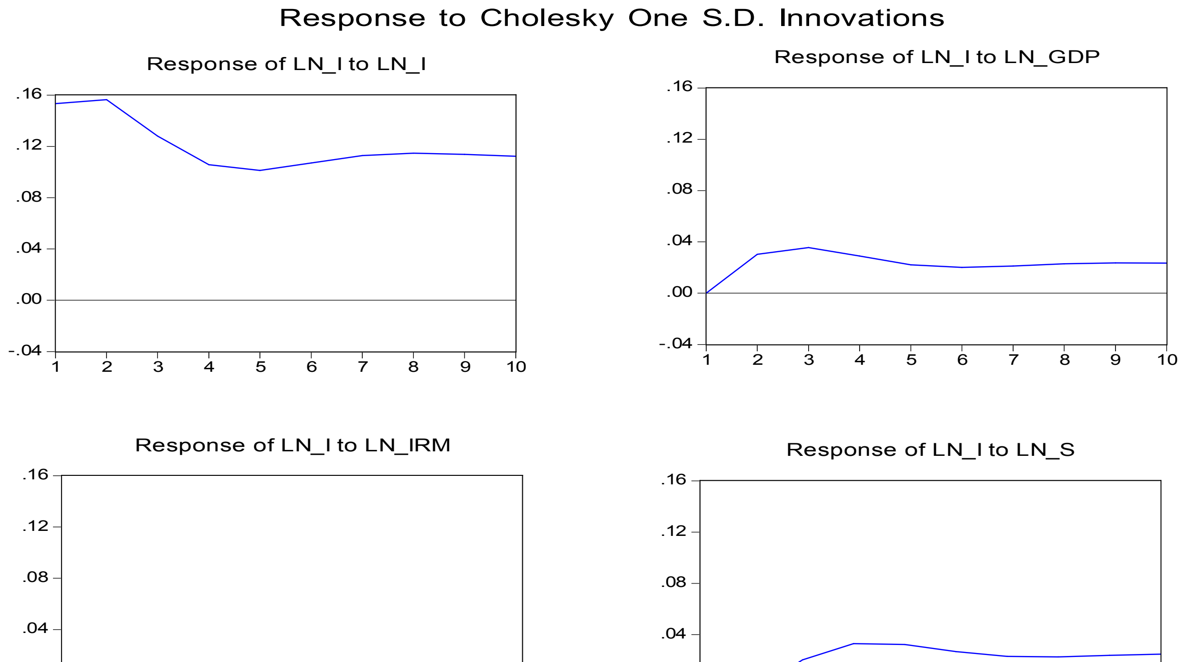
- **تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)**

تستخدم نتائج تحليل مكونات التباين لغايات معرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والذي يعود الى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه، والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التفسيرية الأخرى، حيث يعتبر تحليل مكونات التباين من أحد الأساليب التي تعمل على وصف الحركة السلوكية للنموذج، حيث أن تباين خطأ التنبؤ لأي متغير، قد يعزى إلى الصدمات غير المتنبئ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ. وعند تطبيق الاختبار تم الحصول على النتائج المبينة في الجدول رقم (١٠) في الملحق، حيث أظهرت نتائج تطبيق الاختبار على الاستثمار LN(I) على أن هنالك تأثير ضعيف لهامش سعر الفائدة والناتج المحلي الحقيقي والادخار المحلي على الاستثمار ويزداد هذا التأثير بنسب قليلة مع مرور الزمن، حيث بغلت نسبته في الفترة الثانية حوالي (٠,٠٧%) ليصل الى حوالي (١,٢٥%) في الفترة العاشرة.

في حين أن المتغير الاستثمار يفسر نسبة(١٠٠%) من نفسه في الفترة الأولى، ثم تبدا هذه القوة بالتناقص حتى تصل إلى (٩١,٧%)في الفترة العاشرة. أما الناتج المحلي الحقيقي (RGDP) فنلاحظ أن تغيراته تفسر من تنبؤ الخطأ في الاستثمار في الفترة الثانية حيث بلغت حوالي (١,٨٧%)، وتزداد هذه النسبة لتصل إلى أقصاها في الفترة العاشرة إلى حوالي (3.70%). بينما نلاحظ أن تغيرات الادخار المحلي تفسر من تنبؤ الخطأ في الاستثمار في الفترة الثانية حوالي (٠,٠٤%)، وتزداد هذه النسبة لتصل إلى أقصاها في الفترة العاشرة الىحوالي (3.40%).

- **دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function)**

تقوم دالة الاستجابة لردة الفعل بالكشف عن كيفية استجابة المتغيرات لأي صدمة عشوائية في أي تغير مقداره انحراف معياري واحد من متغيرات النموذج الأخرى، وبالتالي فهي تساهم في تتبع مسار الصدمات عبر الزمن والتي يمكن ان تتعرض لها متغيرات النموذج في المدى القصير، ولاختبار كيفية استجابة الاستثمار Ln(I) للصدمات الناجمة عن المتغيرات Ln(RGDP)، Ln(IRM)، Ln(S)، تم تطبيق اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل، ويبين الشكل رقم (٤) نتائج هذا الاختبار.



الشكل رقم (٤): دالة الاستجابة الفورية للاستثمار

تشير نتائج الاختبار إلى أن أي صدمة عشوائية موجبة لمتغير الناتج المحلي الحقيقي (Ln(RGDP تحدث أثر إيجابي على الاستثمار(Ln(I، ويستمر هذا التأثير الإيجابي لفترة قصيرة حيث يبدا التأثير بالتراجع شيئاً قليلاً عند السنة الثالثة. أما بالنسبة للمتغيرين هامش سعر الفائدة (Ln(IRM والادخار المحلي (Ln(S فأن حدوث أي صدمة موجبة على المتغربين ستحدث اثر إيجابي على الاستثمارمن جهة الادخار المحلي، بينما ستحدث أثر سلبي على الاستثمارمن جهة هامش سعر الفائدة، حيث يستمر هذا التاثي لغاية السنة الثالثة، حيث يبدا التأثير الإيجابي للادخار المحلي على الاستثمار بالتناقص، أما بالنسبة لهامش سعر الفائدة فأن التأثير السلبي له على الاستثمار يبدا بالتراجع ولكن بشكل بسيط لغاية السنة العاشرة.

الملحق

الجدول رقم (٩): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك
(Test Johansen Cointegration)

Johansen Cointegration Test Sample (adjusted): 1983 2013 Included observations: 31 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: LN_I LN_GDP LN_IRM LN_S Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**

None *	0.904499	88.10666	47.85613	0.0000
At most 1	0.308458	15.29947	29.79707	0.7603
At most 2	0.117121	3.865698	15.49471	0.9141
At most 3	0.000133	0.004119	3.841466	0.9475

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.904499	72.80719	27.58434	0.0000
At most 1	0.308458	11.43377	21.13162	0.6040
At most 2	0.117121	3.861579	14.26460	0.8736
At most 3	0.000133	0.004119	3.841466	0.9475

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الجدول رقم (١٠): تحليل مكونات التباين(Variance Decomposition)

Variance Decomposition of LN_I:

Period	S.E.	LN_I	LN_GDP	LN_IRM	LN_S
1	0.153397	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.221334	98.01377	1.872551	0.069998	0.043677
3	0.259258	95.84028	3.252681	0.258972	0.648066
4	0.283894	93.78856	3.751735	0.565385	1.894324
5	0.304496	92.59532	3.790232	0.839644	2.774802
6	0.324927	92.16791	3.708572	1.007641	3.115881
7	0.345745	92.05458	3.652254	1.095334	3.197832
8	0.366015	91.96223	3.650785	1.150441	3.236547
9	0.385057	91.81866	3.675655	1.199340	3.306345
10	0.402866	91.65582	3.698076	1.247326	3.398780

Variance Decomposition of LN_GDP:

Period	S.E.	LN_I	LN_GDP	LN_IRM	LN_S

1	0.042739	27.72764	72.27236	0.000000	0.000000
2	0.069264	21.44286	77.91252	0.463788	0.180837
3	0.089442	18.57061	80.28212	0.875827	0.271444
4	0.106239	17.53042	80.90026	1.119118	0.450208
5	0.121337	17.42100	80.65670	1.226049	0.696255
6	0.135289	17.59899	80.21836	1.266166	0.916486
7	0.148155	17.74103	79.90824	1.286409	1.064330
8	0.159985	17.78672	79.75582	1.304660	1.152801
9	0.170932	17.78090	79.68641	1.322900	1.209792
10	0.181178	17.76831	79.63915	1.338881	1.253665

Variance Decomposition of LN_IRM:

Period	S.E.	LN_I	LN_GDP	LN_IRM	LN_S
1	0.445371	5.087623	4.616924	90.29545	0.000000
2	0.721933	3.935577	4.926482	84.50472	6.633216
3	0.979322	9.115666	4.400127	71.66423	14.81998
4	1.227172	15.53324	3.294827	60.70211	20.46982
5	1.440245	19.64531	2.498251	54.72632	23.13012
6	1.615130	21.57944	2.026272	52.16621	24.22807
7	1.764498	22.38200	1.738983	51.14638	24.73264
8	1.900265	22.78889	1.552281	50.58277	25.07606
9	2.028461	23.12414	1.417519	50.06903	25.38931
10	2.150723	23.45637	1.309347	49.55982	25.67447

Variance Decomposition of LN_S:

Period	S.E.	LN_I	LN_GDP	LN_IRM	LN_S
1	4.589512	0.105957	7.661552	23.35912	68.87337
2	6.371123	1.087846	8.819835	26.97974	63.11258
3	7.751505	2.558997	8.698858	29.31338	59.42876
4	8.938210	3.329231	8.241240	30.49834	57.93119
5	10.00542	3.468606	7.888589	30.94190	57.70090
6	10.98057	3.384620	7.713993	31.06716	57.83423
7	11.87629	3.297102	7.653486	31.13227	57.91715
8	12.70536	3.261393	7.631118	31.21686	57.89063
9	13.48112	3.261624	7.608580	31.31198	57.81782
10	14.21428	3.270109	7.580282	31.39550	57.75411

Cholesky Ordering: LN_I LN_GDP LN_IRM LN_S

الفصل الخامس

النَّتائج والتَّوصيات

(٥-١)النتائج :

هدفت هذه الدراسة الى قياس أثر هامش معدل الفائدة على الاستثمار في الاردن خلال الفترة ما بين (١٩٨٠ – ٢٠١٣) حيث تم اخذ تأثير كل من الادخار والناتج المحلي الاجمالي واثرهم على الاستثمار في الاردن وتم اجراء العديد من الاختبارات التي اوصلتنا الى النتائج التالي :

١- تبين ان الانفاق على الاستثمار في الاردن بتزايد ولكن غير ثابت فهو في صعود وهبوط في كثير من الأوقات أي متذبذب من سنة إلى أخرى من حيث تطوره حيث يؤثر بذلك على أداء الاقتصاد الأردني ومؤشراته الحيوية.

٢- وجدت الدراسة ان هناك علاقة ايجابية بين الاستثمار والناتج المحلي الاجمالي حيث ينطبق ذلك مع النظرية الاقتصادية، حيث عند زيادة الناتج المحلي الحقيقي بمقدار (١%) تؤدي إلى زيادة الاستثمار بمقدار (11.123).

٣- وجدت الدراسة ان هنالك علاقة ايجابية بين الاستثمار والادخار وهو ينطبق مع النظرية الاقتصادية كينز، حيث إن زيادة الادخار المحلي بمقدار(١%) تؤدي إلى زيادة الاستثمار بـ (٠,١١٦).

٤- بينت الدراسة أثر الأزمة الاقتصادية على الاستثمارات وخاصة الصناعات التحويلية والخدمات.

٥- اظهرت النتائج ان هنالك علاقة سببية بين الاستثمار والناتج المحلي الاجمالي في الاجل القصير وهي علاقة ذات اتجاه واحد من الاستثمار الى الناتج المحلي الاجمالي وهو ما يتطابق مع نظرية المضاعف ونظرية المعجل.

٦- وجدت الدراسة ان هنالك علاقة سلبية بين الاستثمار وهامش معدل الفائدة طبقاً للنظرية الاقتصادية، حيث أن زيادة هامش معدل الفائدة بمقدار (١%) تؤدي إلى انخفاض الاستثمار بـ (1.967).

(٥-٢) التوصيات:

١. دعم وتوجيه الاستثمارات نحو المشاريع الانتاجية والتي بدورها تقوم على زيادة حجم التوظيف (كثيفة العمالة) والتي من خلالها من الممكن تحقيق الاكتفاء الذتي وتكون لها عوائد اقتصادية عالية تنعكس بشكل سريع على الاقتصاد الاردني.

٢. تشجيع استثمار القطاع الخاص من خلال دعم قوانين الاستثمار وتخفيف الاجراءات والقوانين على المستثمر وازالة جميع المعوقات التي من

الممكن ان تؤدي الى انتقاله في التفكير في دولة اخرى للاستثمار وطرح الاعفاءات على المشاريع المرغوب زيادتها في الاردن لتشجيع المستثمرين على الدخول فيها بالاضافة الى الحوافز والحماية الجمركية والاغلاقية.

٣. العمل على زيادة الادخار للافراد من خلال تخفيض الاستهلاك بحيث يتناسب مع الناتج المحلي الاجمالي و القومي بحيث نحصل في النهاية على تمويل اكبر للاستثمار.

٤. استغلال جميع القروض الخارجية التي تأتي الى الاردن في تمويل المشاريع ذات المردود العالي.

٥. للاستثمارات دور كبير في دعم الناتج المحلي الاجمالي.

٦. على الحكومة الاردنية القيام بطرح العديد من السياسات التي من خلالها تعمل على تشجيع الاستثمار في الاردن.

٧. ضرورة تطوير وتحسين نوعية البنية التحتية في الاردن وذلك لتتناسب مع ما توفره الدول الاخرى من خدمات وبنية تحتية للمستثمرين الاجانب لكي نستطيع المنافسة في جلب الاستثمارات والتي بدورها تلعب دوراً مهماً في في المتغيرات الاقتصادية الدولية.

٨. عمل محاضرات عن الاستثمار في الاردن في الدول التي يوجد بها رؤوس اموال من الممكن ان تجلب الى الاردن حيث تكون هذه المحاضرات مطروحة من قبل اشخاص مؤهلين ولديهم الخبرات والمعلومات الكاملة عن السياسات والتشريعات للاستثمار في الاردن.

٩. بما ان الاستثمار يتأثر بشكل كبير في الناتج المحلي الاجمالي لذا يجب الاهتمام في الناتج المحلي الاجمالي وكذلك هامش الفائدة للتشجيع على الاستثمار.

١٠. من الملاحظ ان التشجيع على الاستثمار يؤثر بشكل كبير في النمو الاقتصادي للدولة لذا يجب الاهتمام في الاستثمار وازالة جميع المعوقات التي من الممكن ان تقف عائق امام اي استثمار اجنبي او محلي.

١١. العمل على تشجيع الاستثمار في العديد من القطاعات الاقتصادية وذلك للحصول على حجم صادرات كبير ومتنوع بنفس الوقت.

١٢. المحاولة في توجيه الاستثمارات باتجاه الصناعات الانتاجية .

١٣. بما ان الاستثمار يتأثر بشكل كبير في الناتج المحلي الاجمالي لذا يجب الاهتمام في الناتج المحلي الاجمالي للتشجيع على الاستثمار.

المراجع العربية:

١) البنك المركزي الأردني (٢٠١١)، **النشرة الإحصائية الشهرية**، عمان، الأردن.

٢) النّجار، سعيد،(١٩٩٢)، **آفاق الاستثمار في الوطن العربي، بحث مقدم إلى مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي**، جمهورية مصر العربية:اتحاد المصارف العربية.

٣) الهزايمة، محمد سيف الدين،(٢٠٠٩)، **جدلية عرض النقود ما بين الداخلية والخارجية: دراسة حالة الأردن خلال الفترة (١٩٩٣-٢٠٠٨)** ، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية ، عمان، الأردن.

٤) الهنداوي، حاتم فاعور قاسم،(٢٠٠١)، **ميكانيكية إنتقال الأثر النقدي في الاقتصاد الأردني**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

٥) الخطيب، حازم (٢٠٠٦)، أهمية الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية وانعكاسها ودورها في دعم المشاريع الصغيرة: حالة الاردن (١٩٨٥-١٩٩٩)، **مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا**، ١(٤)، ٩٣-١٢٤.

٦) الرفاعي، أحمد والوزني، خالد (١٩٩٧)، **مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق**، (ط٢)، عمان: دار وائل للنشر.

٧) الساكت، بسام والاحمد (١٩٨٠)، **اثر قانون تشجيع الاستثمار على الاقتصاد الاردني**، الجمعية العلمية الملكية، عمان.

٨) ابراهيم، جمال أحمد،(٢٠٠٦)، **الرؤية الهاشمية للاقتصاد الوطني**،(ط١)،الأردن: نشر من قبل المؤلف.

٩) أبو حمور، محمد،(٢٠٠٢)، **دور السياسة المالية والإقتصادية في تشجيع الاستثمار**،(ط١)، الأردن: مركز دراسات الشرق الأوسط.

١٠) أبوشهاب، ربا،(٢٠٠٨)،**تأثيرات المسارع المالي في الدورات التجارية الأردنية للفترة من ١٩٧٣ وحتى ٢٠٠٤**، أطروحة دكتوراه غير منشورة،الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

١١) آغا، عماد فايز، (٢٠٠٢)، **الاستثمار الأجنبي في الأردن : مجاله ومحدداته خلال الفترة (١٩٧٠-١٩٩٩)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

١٢) البنك المركزي الأردني،**تقارير سنوية**، أعداد مختلفة، عمان، الأردن.

١٣) التكريتي، هيفاء عبد الرحمن، (٢٠١١)، الدور المستقبلي لمنطقة التجارة الحرة العربية الكبرى في تحقيق التكامل الاقتصادي العربي، **مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية**، العدد ٢٢، جامعة تكريت.

١٤) الجراح، محمد بن عبدالله والمحيمد،أحمد بن عبدالكريم، (١٩٩٧)،الإنفاق الحكومي والقطاع الخاص في الممكة العربية السعودية : دراسة تطبيقية، **مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية ـمجلس النشر العلمي**، جامعة الكويت.

١٥) الحص، سليم، (١٩٩٢)، الاستثمار في الوطن العربي، **بحث مقدم إلى مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي**، جمهورية مصر العربية: اتحاد المصارف العربية.

١٦) الحصري، طارق فاروق، (٢٠٠٧)، **التحليل الإقتصادي الكلي : نظرة معاصرة**، (ط١)، جمهورية مصر العربية:المكتبة العصرية للنشر والتوزيع.

١٧) الحمارنة، مصطفى،(١٩٩٤)، **الاقتصاد الأردني : المشكلات والآفاق**، الأردن: مركز الدراسات الاستراتيجية.

١٨) الزعبي، أسامة،(١٩٩٥)،**دراسة تحليلية للاستثمار الحكومي ودوره التنموي خلال الفترة ١٩٧٦-١٩٩١**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

١٩) الزيود، عبدالله عيسى، (٢٠١٠)، **أثر السياسة المالية على الإستثمار الخاص في الأردن : خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠٠٩) باستخدام السلاسل الزمنية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الكرك، الأردن.

٢٠) السمان، محمد، (٢٠٠٤)، **الإقتصاد الكلي: المبادئ والنظريات**، (ط١)، الأردن: دار المسار للنشر والتوزيع.

٢١) الشبول، أحمد حسن، (٢٠٠١)، **محددات الاستثمار في مدينة الحسن الصناعية في اربد**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

٢٢) الكسواني، ممدوح، (١٩٩٧)، **دراسة قياسية لسلوك الإستثمار في الجمهورية العربية السورية**،المملكة العربية السعودية: جامعة الملك سعود.

٢٣) المجالي، أحمد عبد القادر،(٢٠٠٣)، **أثر الإئتمان المصرفي على النشاط الإقتصادي الأردني: نموذج var خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠٠٠)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الكرك، الأردن.

٢٤) المجالي، أحمد عبد القادر،(٢٠٠٨)،**السياسة المثلى للسيطرة على التضخم: نموذج الانحدار الذاتي**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

٢٥) المغايرة، أكثم عيسى،(١٩٩١)، **الاستثمار والنمو الاقتصادي في الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

٢٦) المركز الدولي للبحوث الزراعية في المناطق الجافة(٢٠١٠)، المؤتمر الدولي حول الامن الغذائي والتغير المناخي في المناطق الجافة، المركز الوطني للبحث والارشاد الزراعي(٢٠١٠)، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.almokhtsar.com/node/79326

٢٧) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات(٢٠١١)، **تقرير مؤتمر مناخ الاستثمار في الدول العربية**، التقرير السنوي، الكويت.

٢٨) الطيب، سعود موسى، (٢٠١١)، اثر السياسات المالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة الأردنية للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية، متوفرة على الموقع الإلكتروني :

www.aci.org.jo/.../Following_the_financial_and_monetary_Policies

٢٩) البنك المركزي الاردني، دائرة الابحاث والدراسات، **التقرير السنوي**، اعداد متفرقة.

٣٠) حردان، طاهر حيدر،(١٩٩٧)، **مبادئ الاستثمار**، الأردن: دار المستقبل للنشر والتوزيع.

٣١) داود، حسام علي(٢٠١٠)، **مبادئ الإقتصاد الكلي**،(ط١)، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

٣٢) دائرة الإحصاءات العامة، **بيانات إحصائية سنوية**، الأردن.

٣٣) دقامسة، منير زكي ،(٢٠٠٧)، **محددات الاستثمار في المناطق الصناعية المؤهلة في الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة،جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.

٣٤) دياب، أريج، الهنداوي، سهر(٢٠٠٦)، دراسة حول اتفاقيتي التجارة الحرة الأردنية الأمريكية والمناطق الصناعية المؤهلة، ورقة بحثية، **غرفة تجارة عمان، إدارة الدراسات والتدريب، وحدة الدراسات والإتفاقيات الدولية**،عمان، الأردن.

٣٥) ديوليو، يوجين،(١٩٩٢)، **ملخصات شوم نظريات ومسائل في النظريات الاقتصادية الكلية**، (ط٢)، جمهورية مصر العربية: الدار الدولية.

٣٦) زهران، ابراهيم أحمد، العمايرة، شيرين،(٢٠٠٩)، **جلالة الملك عبد الله الثاني بن الحسين المعظم وتشجيع الاستثمار**، الأردن: نشر من قبل المؤلف.

٣٧) زهران، ابراهيم أحمد، العمايرة، شيرين، (٢٠٠٩)، **جلالة الملك عبد الله الثاني بن الحسين المعظم وتشجيع الاستثمار**، الأردن: نشر من قبل المؤلف.

٣٨) سلام، عماد، (٢٠٠٤)، **البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية**،(ط٢)، لبنان: اتحاد المصارف العربية.

٣٩) صيام، أحمد زكريا، (١٩٩٧)، **مبادئ الاستثمار**، الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.

٤٠) طاقة، محمد، نور، محمود، عجلان، حسين،(٢٠٠٨)، الاستثمار العربي وأثره على الاقتصاد الأردني: دراسة تحليلية، **كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة**، العدد(١٧).

٤١) عبد الخالق، شذى،(٢٠٠٨)، **الاستثمار ومحدداته في ظل التحرير المالي: دراسة عينة من الدول العربية في الفترة (١٩٩٣-٢٠٠٣)**، أطروحة دكتوراه غير منشورة،الجامعة الأردنية ، عمان، الأردن.

٤٢) عبد الرحمن، اسماعيل وعريقات، حربي،(٢٠٠٤)،**مفاهيم ونظم اقتصادية: التحليل الاقتصادي الكلي والجزئي** ، (ط١)، الأردن: دار وائل للنشر.

٤٣) عبدالعظيم، عادل،(٢٠٠٥)،**تقديردالةالإستثمارفيمصر**، الكويت: المعهد العربي للتخطيط.

٤٤) عرفة، سيد سالم،(٢٠٠٩)، **إدارة المخاطر الاستثمارية**، (ط١)، الأردن: دار الراية للنشر والتوزيع.

٤٥) عمر، حسين، (٢٠٠٠)، **الاستثمار والعولمة**، (ط١)، القاهرة: دار الكتاب الحديث.

٤٦) عويس، محمد يحيى، (١٩٦٦)، **التحليل الإقتصادي الكلي: الكلاسيكي _ الكنزي _ المعاصر**،جمهورية مصر العربية: مطبعة الرسالة.

٤٧) قاقيش، عوني فريد،(٢٠٠٥)، **أثر الإنفاق الحكومي الاستثماري على مؤشرات الاقتصاد الكلي قبل وبعد برامج التصحيح الاقتصادي (١٩٧٦-٢٠٠١)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية،عمان، الأردن.

٤٨) قحف عبدالسلام (٢٠٠١) **اقتصاديات الاعمال والاستثمار الدولي**، مكتبة الاشعاع الفنية.

٤٩) مريان، نادرة نوفان،(١٩٩٩)، **الاستثمار الخاص وأثره على النمو الاقتصادي في الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

٥٠) ملكاوي، أحمد والعتوم، راضي،(١٩٩٦)، تقدير مضاعف ومعجل قطاع الإنشاءات ودورها في الناتج المحلي الإجمالي والتكوين الرأسمالي في الأردن: (١٩٧٣-١٩٩٤)، **مجلة دراسات**، العلوم الإدارية، ٢٥(١).

٥١) مغايره، أكثم،(١٩٩١)، **الاستثمار والنمو الاقتصادي في الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

٥٢) وزارة الصناعة والتجارة (٢٠١١)، **تقرير سنوي**، عمان، الأردن.

المراجع الاجنبية:

1) Awad, T (2011), Jordan's Strategy of Trade Liberalization: The Case of the Free Trade Agreement with Turkey (Electronic Version). **Journal of Berlin working Papers on Money, Finance, Trade, and Development**, Working Paper No 01/2011.

2) Nghifen Wa, March (2009), Factors Influencing Investment: **A Case Study of The Namibian Economy By Festusnatangwe**.

3) Froot, Kand Stein, J (1991), Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach, **Quarterly Journal of Economics**, 106(4), 1191-217.

4) Goldar, Bishwanath and Chand, Suresh(2005),Trade LiberalizationandPrice-Cost Marginin Indian Industries (Electronic Version), **Journal of The Developing Economies**, XLIII (3), 346–73.

5) Kakar, Zaheer and Khilji, Bashir (2010), Impact of FDI and Trade Openness on Economic Growth: A Comparative of Pakistan and Malaysia (Electronic Version). **Journal of Theoretical and Applied Economics**, 11(564), 53-5٨.

6) Ghali, Khalifah (1998), Public investment and private capital formation in vector error-correction model of growth, **Applied Economics**,Vol.30.

7) Granger, W.J. (1999), **Cointegration, Causality and Forcasting**, New York: Oxford University Press.

8) Greene , William H. (2003) , **Econometric Analysis** , fifth edition.

9) Gujarati , Damodar N. (1995), **Basic Econometrics**, 3rd edition,McGraw-Hill , Inc .

10) Agénor, P.R., & Montiel, P.J. (1999). **Development macroeconomics**, Princeton.

11) Bende-Nabende, A. (2002), **Foreign direct investment determinants in Sub-Saharan**

12) Africa: A co-integration analysis. **Economics bulletin**, vol. 6, pp. 1-19.

13) Bhattacharyya, S. (2007). **Determinants of private corporate investment**, Evidence.

14) Du Plessis, P.G. (ed.) (1997). **The investment decision. Pretoria: J.L**. Van Schaik

15) Edwin J.E., et al. (2006), **Modern portfolio theory and investment analysis**, Yale

16) School of management, **Connecticut**. Retrieved July 9, 2008, from

17) http://www.viking.som.yale.edu/will/finman540/classnotes/class1.html.

18) Sherris, M., Tedesco, L. and Zehnwirt, B. (1997). **Stochastic investment models: Unit roots, cointegration, state space and garch models for Australian data,** Actuarial Research Clearing House 1997 VOL. 1: Australia, University.(1)

19) Horst Gisher and D. Johannes Juttner,(2003), **Global Competition, fee Income andInterest RateMargin of Banks**, none, Copenhagen.PP.1-34.

26) Zuzana, Fungacova. 2008, **Determinants of bank interest margin in Russia.**

MARGINAL INTEREST RATE IN COMMERICAL BANKS AND ITS EFFECT ON INVESTMENT IN JORDAN

By

Abdulateef Saleh

Supervisor

Dr. Taleb Awad, Prof.

ABSTRACT

This study aimed to describe the effects of marginal interest rate on the investment in Jordan. It shows the main challenges that face the investor in Jordan and how the margin interest rate affect the investment in different ways, the study used Vector Error Correction Model “which adjusts to both short run changes in variables and deviations from equilibrium”, covered the period from (1980-2013) which obtained from Central Bank of Jordan (CBJ) and Statistics Department.

We found that the investment in Jordan increased during the study period and an increasing of margin interest rate by 1% will increase investment by .162 and an increase by 1% in GDP will cause a decreasing in investment by 1.199 and an increasing in local saving by 1% will decrease the investment by .028

Also the study takes VECM on short run and long run separately and the results show the existence of short-run causality relationship between real gross domestic production (RGDP) and investment and also there is short-run causality relationship between margin interest rate (IRM) and

investment, the finding come in line with results we have obtained in Jeranger test of causality in the short-term, which showed an increase in margin interest rate lead to an increase in the real gross domestic and investment.